



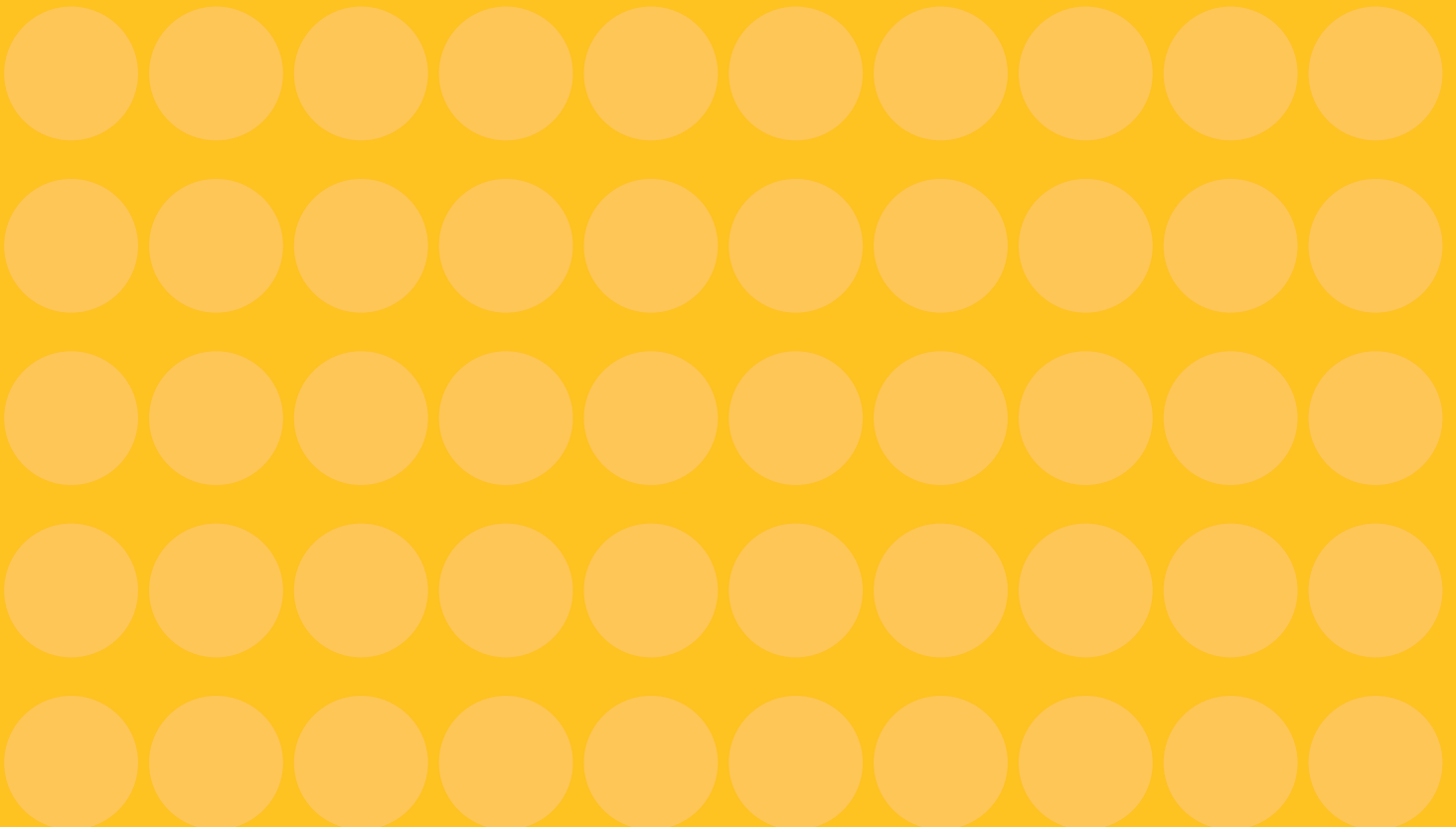
**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

BOLETÍN

Volumen LVII

Número 3, julio-septiembre de 2011



CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*)
Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2011-2013

Presidente:

Banco de la República (Colombia)

Miembros:

Banco Central de la República Argentina
Central Bank of Barbados
Banco Central do Brasil
Banco Central de Reserva de El Salvador
Banco de México
Banco Central de Venezuela

COMITÉ EDITORIAL

Javier Guzmán Calafell
Director General

Dalmir Sergio Louzada
Subdirector General

Fernando Sánchez Cuadros
Reuniones Técnicas de Banca Central

Ana Laura Sibaja Jiménez
Servicios de Información

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango núm. 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. Impresa en los talleres de Master Copy, S. A. de C. V., avenida Coyoacán núm. 1450, México D. F., 03220. 370 ejemplares. ISSN: 0186-7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

105 **Nota editorial**

107 **Situación actual de los sistemas de pago de bajo valor en América Latina y el Caribe**

Raúl Morales

117 **Operatoria de política monetaria y regulación macroprudencial**

Jean François Clevy Aguilar

126 **Cómo lograr el máximo crecimiento a largo plazo**

Jean-Claude Trichet

138 **Gestión de la entrada de capitales: ¿qué herramientas usar?**

Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh,
Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon,
Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne.

175 **Actividades del CEMLA durante junio-agosto del 2011**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN LVII

NÚMERO 3

JULIO-SEPTIEMBRE DE 2011

Nota editorial

Los sistemas de pagos minoristas han obtenido más atención en los últimos años, en la medida que su importancia para el buen funcionamiento de los sistemas financieros se ha ido reconociendo. Con esta base, Raúl Morales, en “Situación actual de los sistemas de pago de bajo valor en América Latina y el Caribe”, señala la necesidad de que las autoridades y el sector privado en la región coordinen esfuerzos para profundizar tanto el acceso como la utilización de los medios de pagos minoristas. Luego de describir la situación de estos sistemas en América Latina y el Caribe y de realizar una comparación con otras regiones, es evidente el espacio que existe para mejorar en términos de mayor eficiencia y seguridad. Lo que sigue es trabajar en el fortalecimiento y desarrollo armónico de los sistemas de pagos de bajo valor, no sólo desde una perspectiva nacional, sino también regional.

En el artículo “Operatoria de política monetaria y regulación macroprudencial”, de Jean François Clemy Aguilar, se describe lo que ha acontecido con la conducción de la política monetaria en Nicaragua a partir de los años noventa y la situación en que el país se encontraba al momento de la crisis, así como las medidas de política que se han llevado a cabo para hacerle frente a la misma. La situación de Nicaragua, como la de otros países, está estrechamente ligada al ciclo económico estadounidense, y en su caso, el efecto de la crisis se transmitió en esencia a través del sector real, aunque también tuvo cierto impacto en el sector financiero. A partir de las lecciones aprendidas, el Banco Central, como en otros países, se ha abocado al diseño e implementación de políticas macroprudenciales.

Seguidamente, Jean-Claude Trichet, en su artículo “Cómo lograr el máximo crecimiento a largo plazo”, nos señala los desafíos que enfrentan incluso las economías más avanzadas ante las bajas tasas de crecimiento observadas, en particular después del inicio de la crisis, y de las lecciones obtenidas, para conducir a sus economías por sendas de crecimiento equilibrado, en un entorno de inflación baja y creíble. Estos desafíos, y de alguna manera las tareas por hacer, los

deduce con ayuda de la comparación entre el crecimiento en Estados Unidos y el crecimiento de la zona del euro; que si bien, han crecido a niveles comparables, lo han hecho de maneras no tan similares.

Finalmente, los autores Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne, nos presentan el artículo “Gestión de la entrada de capitales: ¿qué herramientas usar?”, en el cual presentan una serie de situaciones, complementadas con casos reales, donde presentan opciones para la gestión de flujos de capital no necesariamente por medio de controles. En particular, ponen énfasis en las consideraciones o preocupaciones que dirigen la necesidad de gestionar las entradas de capital, ya que depende del objetivo que se busque, la herramienta que mejor atienda la preocupación. Así, incluso podrían considerarse combinaciones de políticas, por ejemplo, monetaria y fiscal, antes que considerar la imposición de un control de capital, el cuál en el caso de algunos países, podría estar limitado por convenios o tratados internacionales. Es importante mencionar que este artículo complementa uno escrito en 2010 y publicado en *Boletín*, vol. LVI, núm. 1, enero-marzo, pp. 38-57, con el título “Entradas de capital: el papel de los controles”, de Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B. S. Reinhardt.

Este número de *Boletín* se completa con la lista de las actividades del CEMLA más recientes. Sus consultas y comentarios son bienvenidos, pueden escribirnos a la dirección de correo electrónico: <publicaciones@cemla.org>. Otras publicaciones, así como el calendario de actividades del CEMLA están disponibles en <www.cemla.org>.

Situación actual de los sistemas de pago de bajo valor en América Latina y el Caribe*

Raúl Morales

I. Introducción

Los sistemas de compensación y liquidación de pagos (sistemas de pago) constituyen una parte esencial de la infraestructura financiera de un país, ya que permiten que los mercados financieros funcionen de manera adecuada y fluida. Un sistema de compensación y liquidación de pagos está compuesto por instrumentos, reglas, procedimientos e instituciones operadoras que facilitan la transferencia de fondos entre individuos y empresas. Su funcionamiento se basa en acuerdos entre los participantes y los operadores del sistema que permiten efectuar transacciones a través de una infraestructura operativa existente. Cuando todos los elementos que integran un sistema de pagos funcionan adecuadamente permiten la transmisión eficiente y segura de flujos monetarios y de información involucrados en cada transacción del sistema financiero. La ausencia de mecanismos adecuados de regulación y vigilancia de estos sistemas, así como la aparición de fallas en los mismos, pueden resultar en perturbaciones que afecten el buen funcionamiento del sistema financiero. Asimismo, las debilidades en la infraestructura financiera exponen direc-

tamente a los mercados a diversos riesgos, algunos de los cuales pueden ser fuente de tensión financiera. Por tanto, el buen funcionamiento de dicha infraestructura es crucial para la seguridad, eficiencia y confiabilidad de cada transacción y, en general, del sistema financiero.

Un sistema de pagos se considera de bajo valor cuando procesa un alto número de pagos de relativo bajo valor, los cuales típicamente no tienen el carácter de urgente. Estos sistemas, que también se denominan como de pagos minoristas o al menudeo, son una parte vital de los sistemas de pago y por tanto de la infraestructura financiera, ya que contribuyen a la eficiencia, acceso y estabilidad del sistema financiero. En los sistemas de pago minoristas los individuos transfieren dinero a través de diversos instrumentos de pago, que incluyen cheques, tarjetas de pago, transferencias electrónicas, débitos directos, entre otros. A nivel general, los sistemas de pago de bajo valor pueden ser operados por el sector público o privado usando mecanismos de liquidación multilateral neta en tiempo diferido (LNTD) o de liquidación bruta en tiempo real (LBTR). En el caso de otros tipos de pagos, como los de alto valor, las entidades financieras transfieren montos significativos, generalmente entre bancos y participantes directos del sistema de pagos, de carácter urgente, en tiempo real y preferentemente sobre una base firme, por lo que estas necesidades se cubren con un mecanismo de LBTR.

Por su dinámica y desarrollo recientes, los servicios de pago minoristas se han convertido en un asunto de gran relevancia para las autoridades encargadas de la infraestructura financiera. Algunos hechos lo corroboran, por ejemplo: i) la

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente ensayo elaborado por R. Morales, economista del CEMLA y miembro del equipo principal del Foro de Pagos y Liquidación de Valores del Hemisferio Occidental (FHO). El trabajo se benefició de los valiosos comentarios de Jaime Coronado, coordinador del FHO, Javier Guzmán, director general del CEMLA, de Marc Hollanders, asesor del Banco de Pagos Internacionales (BIS) y de Francisco Tur Hartmann, consejero del Banco Central Europeo (BCE). Las opiniones expresadas en este documento son responsabilidad exclusiva del autor y no necesariamente reflejan las de su Institución.

creciente utilización de medios electrónicos y la innovación tecnológica empleada en los servicios de pago de bajo valor, que ha introducido mayor eficiencia a los mercados; *ii*) la gradual sustitución del efectivo y, en general, de los instrumentos de pago basados en papel; *iii*) la entrada de nuevos proveedores de servicios de pago distintos de las entidades bancarias y financieras, que ha generado una mayor competencia en la provisión de servicios de pago; y *iv*) la aceptación gradual (reflejada en modestas tasas de crecimiento en algunos países) de estos nuevos instrumentos por los usuarios finales.

A la luz de estos hechos, los sistemas de pago de bajo valor representan una fuente importante de oportunidades para ampliar el horizonte de acceso a los sistemas de pago en general; lo anterior, en parte gracias a la aplicación de nuevas tecnologías y a estrategias de negocio que los convierte en un canal de fácil acceso a servicios financieros. Sin embargo, a la vez representan una fuente potencial de riesgos y vulnerabilidades para la eficiencia y seguridad de la infraestructura financiera. Desafortunadamente en América Latina y el Caribe (ALC), a diferencia de otras regiones, aún se observan dificultades para lograr que los instrumentos y mecanismos que conforman los sistemas de pago minoristas se desarrollen de manera plena y para aprovechar su existencia como un catalizador para el acceso al sistema financiero. De algún modo, esto puede deberse a temas de economías de escala, barreras de entrada o incluso a mandatos legales que limitan en su conjunto la oferta de mejores niveles de servicio, precios competitivos, una adecuada gestión de riesgos, y en general la competencia. Otro factor que también influye fuertemente en el desarrollo del mercado de pagos minoristas, es el bajo nivel de bancarización que caracteriza a la región. Por lo anterior, es fundamental que las autoridades financieras de ALC identifiquen con claridad los elementos de política pública que podrían ser claves para el buen desenvolvimiento de sus mercados de pagos de bajo valor.

Esta nota fue preparada en ocasión del Primer Taller Regional sobre Sistemas de Pago en América Latina y el Caribe que organizaron el Banco de Pagos Internacionales y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos con los auspicios del Banco Central de Trinidad y Tabago en febrero de 2011. El objetivo es revisar de forma breve algunos temas de relevancia que fueron discutidos durante el Taller y que forman parte

de la agenda de trabajo de los bancos centrales de América Latina y el Caribe.

II. Los sistemas de pago de bajo valor en ALC

La globalización financiera, así como las necesidades de las empresas, los individuos y las propias entidades financieras, han puesto de manifiesto, cada vez más, la necesidad de contar con sistemas de compensación y liquidación de pagos más seguros y eficientes, tanto en economías avanzadas como en aquellas en desarrollo. En este contexto, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) del Banco de Pagos Internacionales elaboró entre 1999 y 2001, los *Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica*, cuyo principal objetivo es definir un conjunto de mejores prácticas para los sistemas de pago en el nuevo contexto global. Adicionalmente, a comienzos de 2011, el CPSS presentó una revisión general de estos estándares con el fin de reflejar las lecciones aprendidas de la crisis financiera de 2008 y al mismo tiempo fortalecer el marco de trabajo de los sistemas de pago a nivel mundial. Los *Principios para Infraestructuras de Mercados Financieros* integran las directrices para el funcionamiento adecuado de los sistemas de pago y se basan en gran medida en los *Principios Básicos* de 2001.

Con este marco, y ante el incremento en los flujos financieros globales, diversas instancias internacionales emprendieron acciones para fortalecer la infraestructura financiera asociada con los sistemas de pagos. En lo que respecta a América Latina y el Caribe, los bancos centrales han llevado a cabo reformas para mejorar –y en algunos casos desarrollar– los sistemas de pago nacionales. Como era de esperarse, se observan diferentes grados de avance. En general, el progreso después de varios años de reformas se pueden resumir en: *i*) la puesta en marcha de sistemas de liquidación bruta en tiempo real (LBTR) y de cámaras de compensación electrónicas (ACH) para lograr la transmisión electrónica de transacciones en tiempo real de manera eficiente y segura; *ii*) la emisión de leyes de sistemas de pago y regulaciones relativas a la operación de los sistemas de compensación y liquidación para definir las atribuciones, reglas, instrumentos y mecanismos para los participantes del sistema; y en menor medida; y *iii*) la promoción de nuevos instrumentos de pago distintos del efectivo y el cheque. Sin duda, estos esfuerzos representan un

progreso significativo, especialmente en los sistemas de compensación y liquidación de pagos de alto valor, donde las debilidades de los sistemas tradicionales eran riesgos potenciales para la buena marcha de la compensación y liquidación de las transacciones.

No obstante los avances de la última década, todavía existen márgenes considerables para incrementar la eficiencia y seguridad de los sistemas de pago de América Latina y el Caribe. Por ejemplo, en años recientes la comunidad internacional ha reconocido que además de un sólido sistema de pagos, es necesario poner atención en la forma en que los usuarios –más allá de las entidades financieras mismas– utilizan el sistema de pagos y contar con infraestructuras comunes creadas con base en normas y estándares internacionales. En este sentido, los bancos centrales de la región continúan con una agenda pendiente en materia de pagos de bajo valor, relacionada principalmente con la estandarización, regulación, acceso y uso de nuevos instrumentos de pago, elementos cruciales para fortalecer la economía de mercado y al mismo tiempo favorecer la inclusión financiera por medio de sus sistemas de pago de bajo valor.

Entre los factores que resultan clave para el buen desarrollo de los servicios de pago de bajo valor en la región, en esta nota se exponen y revisan dos que el autor considera de relevancia en la actualidad. Por un lado, el acceso y utilización de los instrumentos de pago y por otro, el papel de los participantes (es decir, los reguladores, vigilantes y operadores) en el desarrollo del mercado de pagos minoristas. En la región, el primer factor requiere que los usuarios cuenten con una educación y acceso adecuados para poder utilizar estos servicios de pago, mientras que en el segundo implica que las autoridades en colaboración con el sector privado desarrollen de forma armonizada la infraestructura del sistema de pagos de bajo valor, de tal forma que sea aún más eficiente y segura; a la vez que se diseñen y ejecuten las acciones necesarias para fomentar el desarrollo del mercado.

III. Utilización y acceso de los instrumentos de pago de bajo valor

Un desafío actual relacionado con el acceso y utilización de los servicios de pago de bajo valor es fomentar el uso de instrumentos de pago distintos del efectivo y el cheque. Para ello se requiere

que los instrumentos de pago proporcionen certidumbre y economía al usuario, es decir, que cuente con una infraestructura financiera de fácil acceso y utilización. Este desafío está fuertemente asociado con las preferencias de los agentes, debido a que los hábitos en relación con la forma de realizar sus transacciones y la cultura financiera en general de individuos y empresas constituyen un factor determinante en la selección y uso de instrumentos de pago; por lo que, la solución puede ser abordada mediante acciones que modifiquen la cultura financiera y promuevan el uso de instrumentos de pago innovadores.¹

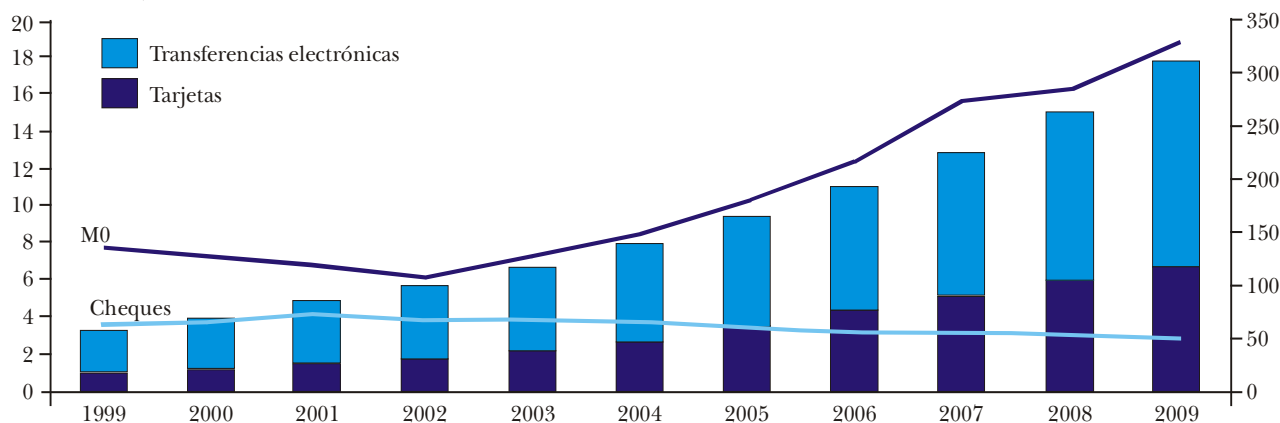
No obstante, debido a que las autoridades no tienen control sobre el grado de respuesta de los individuos, generar una cultura financiera toma más tiempo que otras acciones que podrían también promover el uso de los instrumentos de pago de bajo valor diferentes del efectivo. Por consiguiente, una forma más directa para que autoridades y sector privado fomenten la utilización de instrumentos de pago minoristas es la ampliación de la infraestructura física a través de un mayor número de puntos de acceso (ATM y EFTPOS, banca en línea, etc.) mucho más accesibles y conocidos.

En primer lugar, para ilustrar la situación actual en cuanto a la utilización de los instrumentos de pago minoristas en América Latina y el Caribe, se observa en la gráfica I cómo ha evolucionado el uso –por parte de la población– de algunos instrumentos con información de 16 países de la región, concretamente de miembros del Foro de Pagos y Liquidación de Valores del Hemisferio Occidental (FHO).²

¹ El asunto de la cultura financiera no será abordado de forma detallada en esta nota. Sin embargo, el autor es de la opinión que contar con las condiciones adecuadas para facilitar la vinculación de la población no bancarizada a la oferta de instrumentos de pagos de bajo valor, son de suma importancia para abrir vías de acceso a servicios financieros formales y con ello proveer de más y mejores oportunidades para el desarrollo económico, especialmente para segmentos de la población que carecen del mismo.

² El FHO es una iniciativa conjunta del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos y el Banco Mundial, orientada a proveer de un marco de colaboración técnica regional para la mejora de los sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores. El FHO se compone por los miembros asociados de CEMLA (30 instituciones) que integran la región de América Latina y el Caribe. De estos, 19 conforman el Grupo de Trabajo del Foro. En este caso, la información estadística recabada por el FHO en octubre de 2010, incluye información de los siguientes países: Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica,

GRÁFICA I. DINERO EN CIRCULACIÓN (M0), CHEQUES PAGADOS, PAGOS CON TARJETA Y TRANSFERENCIAS ELECTRÓNICAS DE CRÉDITO, 1999-2009



FUENTE: Cálculos del autor con base en información del FHO.

NOTA: Número de cheques, transferencias electrónicas y transacciones con tarjetas de pago en miles de millones de operaciones anuales (eje izquierdo). Circulante (billetes y monedas) en miles de millones de USD (eje derecho).

Como se aprecia, durante los últimos años hubo un descenso de la utilización del cheque, aspecto que refiere la sustitución de este instrumento de pago con otros como las transferencias electrónicas y los débitos directos; mientras, el uso de tarjetas de pago se ha multiplicado, lo que revela la aceptación progresiva de este instrumento –más eficiente– entre los individuos. Las campañas de divulgación y mercadeo promovidas por las entidades financieras, los comercios y las propias redes internacionales de tarjetas han sido un factor importante para lograr el avance alcanzado a la fecha. Por otra parte, es importante señalar que el circulante (billetes y monedas en poder del público) ha crecido a un ritmo similar al de las tarjetas de pago emitidas por las entidades financieras. Esto refleja la fuerte preferencia que todavía existe en la región por el efectivo como principal medio de pago.

Otro ejemplo con respecto a la utilización de instrumentos de pago de bajo valor en la región se ilustra en la gráfica II. Como se aprecia, el valor de las transferencias electrónicas de crédito iniciadas por el cliente y los débitos directos (o domiciliaciones) preautorizados por el cliente ha crecido de forma significativa en los últimos cinco años. En este caso, los datos indican un avance en la introducción al mercado de estos instrumentos y sugiere que la existencia –y promoción– de medios de acceso a instrumentos de interacción remota, basados en internet (banca en línea), son de importancia significativa para

potenciar su utilización. Sin embargo, en distintos países de la región, las autoridades y el sector privado han encontrado obstáculos a la introducción y utilización de instrumentos, porque de cierto modo implica una cultura financiera más profunda.

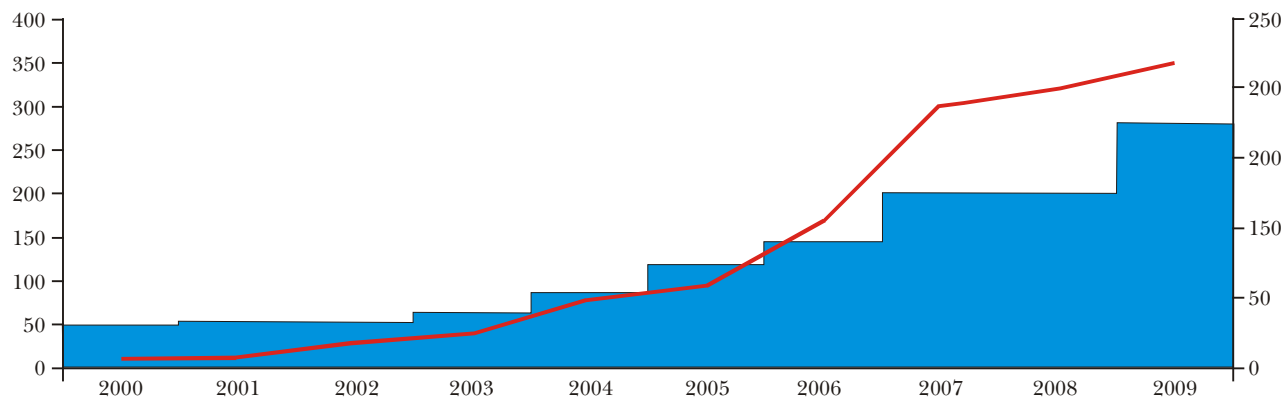
Si bien estos datos no son concluyentes, permiten mostrar la sustitución progresiva de algunos instrumentos de pago (por ejemplo, el cheque) por otros más eficientes y modernos. En la medida en que las entidades financieras permitan y promuevan el uso de servicios de pago minoristas no basados en papel, las oportunidades de expandir el acceso al sistema financiero también aumentarán, ya que como se indicó con anterioridad, el empleo de tecnologías de comunicación (por ejemplo, la telefonía móvil) ha favorecido el crecimiento de algunos instrumentos de pago, volviéndolos atractivos y de fácil acceso, incluso para segmentos de la población carentes de servicios financieros formales.³

Por otra parte, si comparamos la situación actual de la región con respecto a la que se observa en países desarrollados, se nota que la región

³ Por servicios financieros formales se puede entender a los servicios tradicionales de la banca, como cuentas de depósito a la vista y de ahorro, créditos personales e hipotecarios, etc. En la actualidad, muchas instituciones financieras, bancarias y no bancarias, entidades comerciales y otras como corresponsales no bancarios han provisto a los usuarios no bancarizados de servicios semiformales, como la posibilidad de tener una cuenta bancaria asociada a un número telefónico que les permita realizar operaciones limitadas, pero que representan un canal importante de contacto con el sistema financiero.

Guatemala, Honduras, Islas Caimán, México, Paraguay, Perú, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICA II. VALOR DE LAS OPERACIONES DE TRANSFERENCIAS DE CRÉDITO Y DÉBITOS DIRECTOS, 2000-2009



FUENTE: Cálculos del autor con base en información del FHO.

NOTA: Transferencias de crédito en miles de millones de USD (eje izquierdo) y débitos directos en miles de millones de USD (eje derecho).

presenta cierto rezago en términos de la utilización y acceso de instrumentos de pago minoristas. Así, la información de algunos países miembros del CPSS,⁴ demuestra que el uso de las transferencias electrónicas y tarjetas de pago es mucho mayor en países industrializados que en ALC; por ejemplo, en 2009 se realizaron en los países indicados del CPSS 143 operaciones per cápita con tarjetas de pago, mientras que en ALC sólo 13. Con relación a las transferencias electrónicas, el promedio de operaciones per cápita fue 34 en el primer caso, y de apenas 2.2 en ALC. Finalmente, en cuanto al cheque, se observa que entre 2005 y 2009, el uso de este instrumento de pago disminuyó 22% en los países del CPSS, y 18% en ALC, lo cual sugiere una mayor sustitución por otros instrumentos en el primer caso.

Como se mencionó al comienzo de esta sección, la ampliación de la infraestructura física relacionada al uso de diversos instrumentos de pago es una de las formas en que autoridades y sector privado pueden influir para aumentar la utilización y mejorar el acceso a los servicios de

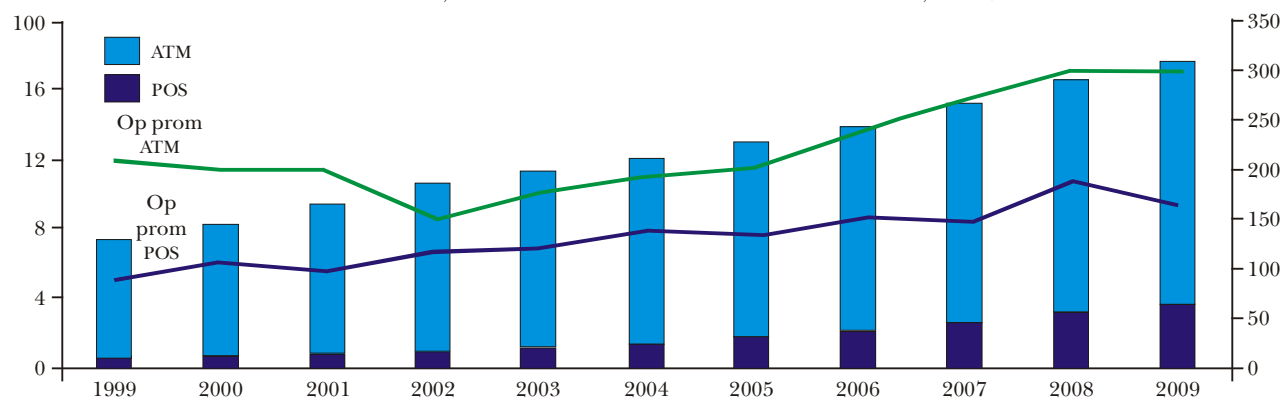
pago de bajo valor. Al respecto, es importante señalar que la capacidad instalada de América Latina y el Caribe ha venido creciendo continuamente de la mano con la reforma de los sistemas de pago. Este avance se ha visto complementado por un mayor interés de las entidades financieras por competir con otros proveedores de servicios de pago, lo que ha resultado en la ampliación de la red de puntos de acceso.

En este tema, la información del FHO muestra el crecimiento de la infraestructura física, más allá de las sucursales y ventanillas de las cuales disponen los usuarios financieros para realizar pagos. Por ejemplo, el número de cajeros automáticos (*automated teller machine*, ATM) y terminales puntos de venta (*electronic fund transfer point of sale*, EFTPOS), así como el volumen y valor promedio de las operaciones realizadas en estos puntos de acceso, son indicadores clave de las capacidades de ingreso al sistema de pagos y, por consiguiente, de acceso financiero. La gráfica III muestra la evolución de estos indicadores en la región en el periodo de 1999 a 2009. Como se observa, la infraestructura de ATM se duplicó en ese lapso, mientras que los EFTPOS se multiplicaron por cinco.

Asimismo, se aprecia un incremento sostenido del valor promedio de las operaciones efectuadas en los ATM, lo mismo que en los EFTPOS, elementos que reflejan un mayor uso de las tarjetas de pago (crédito o débito). La mayor utilización se refleja especialmente en los EFTPOS, puesto que en el caso de los ATM además de las transacciones con tarjeta se incluyen muchas operaciones que son simplemente retiros de efectivo

⁴ El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación se compone por los siguientes países: Alemania, Arabia Saudita, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, Estados Unidos, Francia, Hong Kong, India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Reino Unido, Rusia, Singapur, Suráfrica, Suecia, Suiza y Turquía. Las cifras empleadas en esta nota fueron obtenidas de la serie anual "Red Book: Statistics on payment and settlement systems in the CPSS countries -Figures for 2009- Preliminary release". La información a la que se refiere este ensayo, contempla exclusivamente los sistemas de pago de las economías industrializadas del CPSS que integran el G7, a saber: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

GRÁFICA III. NÚMERO DE ATM Y EFTPOS, VALOR PROMEDIO DE OPERACIONES EN USD, 1999-2009



FUENTE: Cálculos del autor con base en información del FHO.

NOTA: La información de EFTPOS no incluye datos de Brasil. Valor promedio de operaciones en USD (eje izquierdo) y número de dispositivos en miles (eje derecho).

A pesar de lo positivo de estos datos a nivel de la región, es importante destacar que el grado de desarrollo de la infraestructura varía de manera importante de un país a otro. Por ejemplo, mientras que en Brasil hay cerca de un ATM por cada mil habitantes (0.855 ATM/1,000 personas), en Paraguay la relación es apenas de 84 por cada millón, es decir, diez veces inferior a la de Brasil.

Además, la infraestructura física en ALC muestra un grado de desarrollo menor que en los países avanzados. En 2009, los países industrializados del CPSS contaban con 1.09 ATM por cada mil habitantes, mientras que en ALC esta relación era de sólo 0.49/1,000. Con respecto a las terminales punto de venta la diferencia es aún mayor, pues la región sólo registra 0.13 EFTPOS por cada mil habitantes, mientras en países industrializados el indicador es de 15.64. No obstante estas diferencias nominales en el tamaño de las infraestructuras de países desarrollados y de ALC, cabe mencionar que el crecimiento de la infraestructura muestra un mayor dinamismo en la región. Así, durante el periodo 2005 a 2009 el crecimiento en el número de ATM en ALC fue de un 24%, mucho mayor al 12.6% que se observó en los países industrializados. Los datos para EFTPOS reflejan aún más actividad, ya que la tasa de crecimiento en ALC fue cercana al 100%, y en los países industrializados de sólo un 15%.

En suma, se puede apreciar que existe un aumento importante en la infraestructura física que sirve de acceso para utilizar instrumentos como las tarjetas de pago, las transferencias de crédito y en cierta medida los débitos directos. La utilización tanto de la infraestructura como de los propios instrumentos también se ha in-

crementado, las tecnologías utilizables para ampliar el acceso a estos instrumentos están disponibles y hay diversos proyectos para implementar distintos servicios de pago⁵ usando estos medios (por ejemplo, a través del teléfono móvil); y en general hay un avance significativo en la materia. Sin embargo existe la necesidad de alcanzar márgenes superiores de cobertura y acceso, así como de mayor promoción y conocimiento de estos instrumentos de pago, que al ser novedosos no necesariamente son aceptados de inmediato por los usuarios. En la medida que proveedores de servicios de pago, tanto bancarios como otros, mejoren sus prácticas de negocio ofreciendo mayor accesibilidad, economía, seguridad y eficiencia, y las autoridades establezcan adecuados mecanismos de coordinación y cooperación con los operadores del sistema de pagos, las probabilidades de beneficiar a la población usuaria de estos servicios mejorara considerablemente.

IV. El papel de las autoridades y de los proveedores de servicios de pago de bajo valor

Aunque en un inicio no se consideraba que los sistemas de bajo valor pudiesen ser de importancia sistémica, dado su crecimiento y los montos que potencialmente pueden ser transados, estos sistemas podrían afectar o ser de interés en términos de la estabilidad del sistema financiero.

⁵ Desafortunadamente no hay información estadística disponible sobre la implementación y evolución de servicios de pago por medios remotos, sin embargo el autor considera que podrían ser conductores de cambio para la provisión eficiente de servicios de pago.

Además, hay que tomar en cuenta que las relaciones financieras transfronterizas (por ejemplo, las remesas internacionales) también se suman al flujo de operaciones de bajo valor en las economías de la región, y que este tipo de transacciones no necesariamente caen en el ámbito de control de las autoridades locales, por lo que podrían comprometer también su buen funcionamiento e impactar la estabilidad financiera. Gracias a estas características, los sistemas de pago minoristas han logrado captar la atención de las autoridades como una parte esencial de los sistemas de pago, y del sistema financiero en su conjunto.

Los servicios de pago de bajo valor son provistos tanto por instituciones bancarias, como por otras entidades financieras y comerciales, que ofrecen distintos instrumentos de pago. Si bien, generalmente las instituciones bancarias han establecido la pauta en la provisión de servicios de pago, la existencia de segmentos poblacionales no bancarizados ha permitido a otros proveedores de tales servicios aumentar su participación en este mercado de manera creciente, al ofrecer servicios alternativos. El uso de tecnologías como internet ha facilitado la operación de las plataformas –tanto públicas como privadas– encargadas de transferir fondos entre los participantes y, además, se ha convertido en un amplio canal de posibilidades para ofrecer servicios de pago. El sector privado ha desarrollado novedosos instrumentos que aprovechan la tecnología disponible para abaratar los costos de las transacciones y al mismo tiempo hacerlas más eficientes. Un ejemplo claro es la banca móvil, que facilita la realización de operaciones de bajo valor a usuarios finales, quienes con acceso a cierta tecnología requerida pueden efectuar diversas transacciones financieras, desde un simple pago por algún bien o servicio hasta la posibilidad de acreditar cuentas bancarias de terceros en entidades financieras distintas a la del pagador en tiempo real.

Ante este escenario, las autoridades enfrentan un desafío desde dos perspectivas. Por un lado, cuando actúan como reguladores y vigilantes del sistema de pagos, en cuyo caso el objetivo de política pública es fundamentalmente promover una regulación efectiva de los proveedores y servicios, en especial de los novedosos, para asegurar la protección de los usuarios, la responsabilidad de los operadores y, al mismo tiempo, fomentar la competencia y crecimiento responsable y eficaz de este mercado. Y por otro lado, cuando además de reguladores también son

operadores del sistema de pagos, las autoridades no solo tienen que perseguir los objetivos de una regulación efectiva, sino que también están obligados a definir su papel como prestador de servicios vis a vis, determinando claramente el alcance y propósito de su intervención, que bien puede adoptar la forma de catalizador del sistema –es decir, para promover el desarrollo del mercado de pagos– o como una respuesta a fallas del mercado– como sería la ausencia de iniciativa privada o una competencia imperfecta (por ejemplo, un monopolio en la provisión de ciertos servicios) –y en ambos casos, las autoridades tienen el deber de analizar las implicaciones que ello tiene entre los participantes del sistema de pagos.

Para comenzar, los bancos centrales (y en menor medida, otros reguladores) deben decidir si una vez establecido el marco legal (ya sea una ley de sistemas de pago o las regulaciones necesarias) es necesario intervenir para acompañar el desarrollo del mercado de pagos de bajo valor. De forma similar, es necesario contar con un marco de políticas que faciliten la innovación y desarrollo de servicios de pago de bajo valor, procurando la eficiencia y seguridad de estos. Para ello, es necesario por lo menos: *i*) permitir que los avances tecnológicos sean utilizados para fomentar la eficiencia; *ii*) promover regulaciones a favor del desarrollo de este mercado; *iii*) sentar bases para la competencia y acceso de los participantes; *iv*) procurar buenas prácticas –por ejemplo de gobernabilidad y de precios– entre los proveedores de servicios; *e*) establecer estándares dirigidos a armonizar la operación de las infraestructuras (privadas o públicas); y *v*) vigilar el buen funcionamiento del mercado. Si las autoridades consideran que el desarrollo del sistema de pagos de bajo valor debe ser conducido por las fuerzas del mercado, es preciso considerar si el marco legal es lo suficientemente sólido como para evitar asimetrías, prácticas desleales en el mercado, potenciales riesgos en la transmisión de fondos, o cualquier falla debido a vacíos en la regulación.

En cualquier escenario, es importante que las autoridades establezcan claramente su papel en el mercado. En algunos casos, la participación de las autoridades como prestadores de servicios está contemplada en la ley; sin embargo, no es regla. Como buena práctica, cuando el banco central es operador de algún sistema de pagos, es conveniente contar con un mandato explícito que le faculte como operador, no solo del LBTR

por ejemplo, sino de otras plataformas, como las de bajo valor. Cuando se trata de prestar servicios de pago, ya sea administrando una cámara de compensación de cheques o implementando una cámara de compensación electrónica para tarjetas y transferencias, el banco central requerirá el establecimiento de lineamientos generales de operación y cumplimiento comparables con los que se impondrían al sector privado para garantizar el buen funcionamiento de sus plataformas. Por otra parte, la autoridad deberá considerar que su participación puede ser vista como una competencia para el sector privado, por lo que de ser posible debe transparentar y compartir con el público sus mecanismos de operación, precios, códigos de conducta, etcétera.

Recientemente, el Banco Mundial y el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación han lanzado el *Foro Conjunto sobre Sistemas de Pago de Bajo Valor* que trata de promover un mejor conocimiento de estos asuntos, no solo desde el punto de vista del regulador, sino de operadores privados. Además de este Foro, los *Principios Generales para la Provisión de Servicios de Remesas Internacionales* sirven como una herramienta de orientación sobre mejores prácticas para operadores y reguladores en el mercado de servicios de pago de bajo valor, esto se debe a las características que comparten los servicios de remesas internacionales con muchos servicios de pago minoristas. Por tanto, mientras no existan estándares internacionales que guíen el buen funcionamiento de los sistemas de pago minoristas, los Principios Generales para remesas pueden servir como un marco de trabajo.

Cuando la participación de los bancos centrales se limita a su papel como regulador, estos y en general toda autoridad en materia de sistemas de pago, deben establecer canales de comunicación y de seguimiento que faciliten la vigilancia del mercado. Al respecto, el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación, en su informe *Asuntos de Política para los Bancos Centrales sobre los Pagos de Bajo Valor*, propone algunas prácticas para el buen desarrollo de esta parte de la infraestructura financiera. De estas, la experiencia internacional principalmente destaca dos como mecanismos efectivos para el desarrollo eficiente y seguro de los sistemas de pago: la función de vigilancia y la formación de un comité de pagos.

En cuanto a la función de vigilancia, se necesita que las autoridades cuenten con el poder normativo que les permita llevar a cabo esta función, además de la cooperación y reconocimien-

to del sector privado. En muchos casos, ello tal vez requiera de una mayor familiarización e intervención de las autoridades para coordinar esas funciones y, cuando sea necesario, de los arreglos regulatorios que habiliten la función de vigilancia, que en muchos casos no está contemplada en el cuerpo legal.

La formación de comités de pagos, por otra parte, es una alternativa para influir en el desarrollo de instrumentos, mecanismos y circuitos para los pagos de bajo valor del sector privado porque propicia un diálogo permanente entre los sectores público y privado.⁶ Adicionalmente, la participación del sector privado facilita también la promoción de la educación financiera.

Un número importante de países de América Latina y el Caribe ha mostrado avances importantes en materia de acciones complementarias de los sectores público-privados para el mejoramiento de los sistemas de pago al menudeo. Tal como lo refleja un estudio reciente sobre la vigilancia de los sistemas de pago en la región,⁷ el 93% de los bancos centrales cuenta con el mandato formal para ejercer la función de vigilancia, aspecto que refleja un esfuerzo significativo en la materia. No obstante, hay todavía un margen significativo para la adopción de estándares internacionales en los sistemas de compensación y liquidación operados por el sector privado, ya que sólo el 27% de estos sistemas se basan en las mejores prácticas internacionales.

En relación con la experiencia sobre la formación de comités de pagos, al menos 13 de 23 países en la región contaban en 2008⁸ con un comité (o bien diálogos periódicos con el sector privado) de sistemas de pago a nivel nacional, como un esfuerzo para la cooperación entre los principales participantes de la infraestructura financiera. En otras regiones del mundo también se ha incrementado la formación de cuerpos de colaboración. Por ejemplo, en Europa Oriental y Asia Central, el 44% de los países cuentan con un comité formalmente establecido, y en el caso

⁶ Los comités de pagos normalmente están compuestos por el banco central, proveedores de servicios de pago, agencias de protección al consumidor y otras instituciones relevantes en la definición de políticas públicas.

⁷ El estudio regional denominado Vigilancia de los Sistemas de Pago y Liquidación de Valores de los bancos centrales en ALC fue elaborado por el Banco Central do Brasil en el marco del FHO en 2010, contando la participación de 15 de los 19 países que integran el Grupo de Trabajo.

⁸ Información de la Encuesta Global de Sistemas de Pago, Banco Mundial, 2008.

de la zona del euro nueve de sus diecisiete miembros (53%) tienen un comité nacional de pagos.

En definitiva, le atañe –en todos los casos– al sector privado y en parte a los usuarios de los servicios de pago de bajo valor, impulsar la aceptación, buen funcionamiento, acceso y utilización de instrumentos y canales. A los proveedores les corresponde la responsabilidad de cumplir mínimamente con los siguientes aspectos: *i)* desarrollar servicios de pago eficientes y seguros atendiendo a estándares comunes en la industria; *ii)* la operación responsable de sus plataformas de acuerdo con regulaciones establecidas por las autoridades y a propios reglamentos; *iii)* procurar niveles de servicio y de precios competitivos, aún en los casos en que las condiciones del mercado sean monopolísticas; y *iv)* velar por un adecuado conocimiento en el mercado de los servicios que se ofrecen. En lo que respecta a los usuarios, debido al papel que tiene la cultura financiera en este tema, es difícil establecer normas o lineamientos de aplicación general que deban ser fomentados entre los usuarios de servicios de pago. Existe actualmente un elevado porcentaje de población no bancarizada que antes de poder exigir una correcta prestación de servicios de pago, tendría que contratar servicios financieros formales (o semiformales) para luego recibir información y educación financiera sobre sus derechos y obligaciones.

En suma, para que la conjugación de esfuerzos público-privado sea exitosa, el marco de políticas y, en general, las normas, deberán ser lo suficientemente equilibradas de modo que faciliten a los proveedores del servicio contar con la capacidad e incentivos necesarios para desarrollar instrumentos de pago más eficientes y seguros, siguiendo estándares y mejores prácticas que garanticen la seguridad de los usuarios y, por ende, del mercado, que refuercen la capacidad institucional para que las autoridades puedan ejercer su responsabilidad en la regulación y vigilancia del sistema; y, que le brinde a los usuarios una adecuada protección en la utilización de estos servicios.

V. Conclusiones

Después de hacer una breve revisión de la situación actual de los sistemas de pago de bajo valor de ALC, se puede concluir que existe espacio para proveer de más eficiencia y seguridad a los sis-

temas existentes. El escenario de corto plazo parece alentador y desafiante en varios sentidos. Innegablemente, se cuenta con avances considerables en materia de: infraestructura física; mejora de los marcos legales y fortalecimiento de la cultura financiera, especialmente en los últimos diez años; el reconocimiento de que los sistemas de pago de bajo valor son una herramienta para contribuir al acceso y estabilidad financiera; y un creciente interés de parte de los proveedores de servicios de pago para ofrecer instrumentos cada vez más eficientes en respuesta a las demandas de los usuarios finales.

Lo anterior implica la existencia de condiciones apropiadas para avanzar en el desarrollo armónico del mercado de pagos de bajo valor; lo cual, se vería afianzado si tales condiciones se complementan con acciones de política que además de armonizar los objetivos de los diferentes participantes del sistema, fortalezcan los aspectos clave para el desarrollo de los sistemas de pago al menudeo, siendo el principal, la inclusión financiera. Algunas otras acciones que podrían formar parte de este esfuerzo serían: *i)* reconocer y robustecer las interdependencias entre los sistemas de pago de alto y bajo valor, particularmente cuando ambos subsistemas sean de importancia sistémica; *ii)* acompañar y normar la entrada y participación de entidades no bancarias como proveedoras de servicios de pago; *iii)* apoyar, estandarizar y regular la aparición de instrumentos innovadores en pagos minoristas; *iv)* ejercer, y en su caso crear, la función de vigilancia de las autoridades, como una herramienta para supervisar el desenvolvimiento del mercado de pagos; y *v)* tomar en cuenta las lecciones derivadas de experiencias exitosas a nivel internacional, como es el caso de la Zona Única de Pagos en euros.

Para concluir, el apoyo de organismos internacionales puede ser un elemento importante para respaldar las acciones que las autoridades vayan a realizar con el objetivo de alcanzar un sistema de compensación y liquidación de pagos más eficiente y seguro.

Referencias

Cirasino, Massimo, *et al.* (2007), *Sistemas de Pago de Bajo Valor para sustentar el acceso financiero: infraestructura y política*, Foro de Liquidación de Pagos y Valores del Hemisferio Occidental,

- Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos y Banco Mundial, mayo (Serie Investigaciones sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores).
- Cirasino, Massimo, y José Antonio García (2008), *Measuring Payment System Development*, Banco Mundial, enero (Documento de trabajo, núm. 49003).
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (2001), *Principios Básicos para los sistemas de pago de importancia sistémica*, Banco de Pagos Internacionales, enero.
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (2003), *Policy issues for central banks in retail payments*, Banco de Pagos Internacionales, marzo.
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (2005), *Central bank oversight of payment and settlement systems*, Banco de Pagos Internacionales, mayo.
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (2008), *The interdependencies of payment and settlement systems*, Banco de Pagos Internacionales, junio.
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (2011), *Principles for financial market infrastructures*, Banco de Pagos Internacionales, marzo.
- G20, Grupo de Expertos de Inclusión Financiera (2010), *Principles and Report on Innovative Financial Inclusion from the Access through Innovation Sub-Group of the G20 Financial Inclusion Experts Group*, 25 de mayo (ATISG Report).
- Guadamillas, Mario (ed.) (2008), *Balancing Cooperation and Competition in Retail Payment Systems: Lessons from Latin America Case Studies*, Banco Mundial, noviembre.
- Kokkola, Tom (ed.) (2010), *The payment system: payments, securities and derivatives, and the role of the Eurosystem*, Banco Central Europeo, septiembre.

Operatoria de política monetaria y regulación macroprudencial*

Jean François Clevy Aguilar

I. Marco de conducción de la política monetaria en Nicaragua

La economía nicaragüense es una economía pequeña con alto grado de apertura comercial y libre movilidad de capitales. Actualmente, el mercado cambiario opera en el marco de un tipo de cambio reptante con una tasa de deslizamiento del córdoba (NIO) respecto al dólar (USD) norteamericano del 5% al año, siendo el *crawling peg* la principal ancla nominal para los mecanismos de formación de precios de la economía. En este contexto, la política monetaria diseñada por el Banco Central de Nicaragua (BCN) se supedita al régimen cambiario y se enfoca en: *i*) preservar niveles de reservas internacionales que permitan resguardar la credibilidad en el régimen cambiario; y *ii*) incidir sobre las condiciones de liquidez del mercado monetario para garantizar la estabilidad del sistema financiero.

1) Racionalidad del régimen cambiario actual

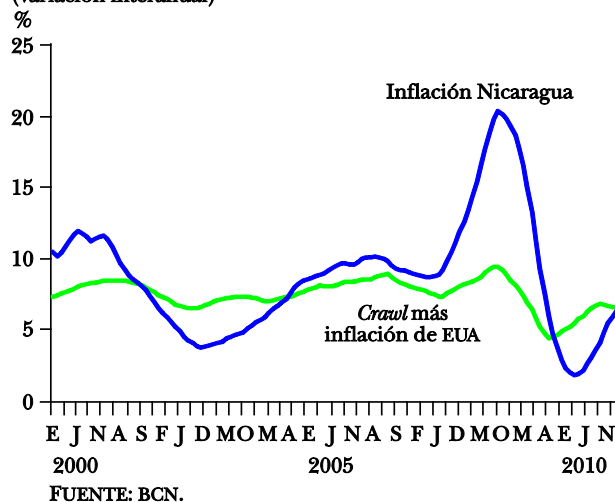
A partir de 1993, después de un periodo de inestabilidad macroeconómica caracterizado por periodos de alta inflación e incluso de hiperin-

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el documento elaborado por J. F. Clevy Aguilar, jefe de la Dirección de Programación Macroeconómica del Banco Central de Nicaragua, presentado en la VII Reunión de Asesores de Política Monetaria, auspiciada por el Banco Central do Brasil, celebrada en Río de Janeiro, durante el 7 y 8 de abril de 2011. Las opiniones vertidas en este estudio son exclusivamente del autor y no necesariamente representan las de las autoridades superiores. Los estudios citados en este trabajo son en su mayoría de carácter interno. Se agradecen los valiosos comentarios y aportes de Nina Conrado, Roberto Campo y Oknan Bello.

flación (33,549% en 1988), Nicaragua entró en un proceso de estabilización macroeconómica estableciendo como ancla un esquema de tipo de cambio reptante (12% anual), ello con el propósito de mantener la inflación en un rango tolerable y atenuar la apreciación del tipo de cambio real.

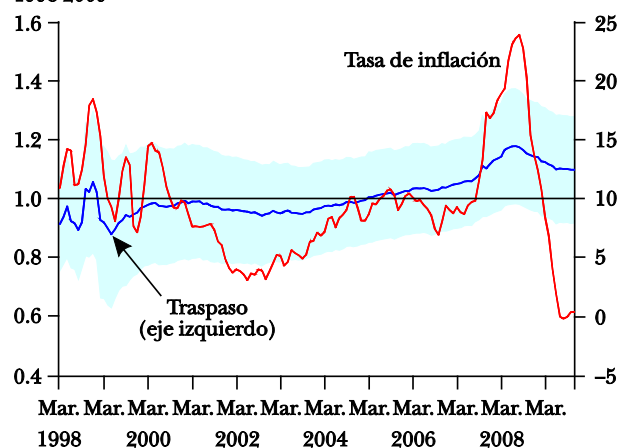
Este esquema, en el marco de un programa de estabilización macroeconómica creíble, cumplió con su objetivo al reducir la inflación de un 9,919% en promedio de 1988-1992 a un 12.5% de 1993-1998. No obstante, este régimen incentivó paulatinamente el desarrollo de mecanismos de indexación cambiaria e incluso un mayor grado de dolarización (73% de los depósitos totales, a diciembre de 2010). Estos elementos reforzaron de manera estructural el anclaje de los precios, que se materializaron en un elevado traspaso de tipo de cambio a precios.

GRÁFICA I. ANCLAJE NOMINAL DE PRECIOS, 2000-2010
(variación interanual)



En este sentido, la tasa de inflación se ha mantenido cercana a la variación del tipo de cambio más la inflación internacional, lo cual valida el cumplimiento de la paridad relativa de poder de compra. Desviaciones respecto a esta relación de largo plazo son explicadas principalmente por choques de oferta, como son los incrementos en los precios internacionales de petróleo y de alimentos, así como variaciones en el precio de productos perecederos resultado de fenómenos climáticos.

GRÁFICA II. TRASPASO DE TIPO DE CAMBIO A INFLACIÓN, 1998-2009



FUENTE: BCN.

No obstante lo anterior, el elevado grado de traspaso de tipo de cambio a precios indujo a una pérdida de efectividad para lograr mejoras de tipo de cambio real (variables sustitutivas de la competitividad) por medio de devaluaciones nominales. En estas condiciones, el régimen cambiario se ha caracterizado como piso para la inflación más que un instrumento que promueva la competitividad de la economía nicaragüense. Es así que, la Autoridad Monetaria decidió implementar en 1999 una reducción de la tasa de deslizamiento del 12 al 6% anual, que logró reducir la tasa de inflación a niveles de un dígito. Luego, en enero de 2004 se redujo nuevamente la tasa de deslizamiento hasta alcanzar el 5% anual, que prevalece actualmente.

Diferentes estudios empíricos demuestran que el tipo de cambio es el principal determinante de la inflación y que las variaciones cambiarias se traducen efectivamente en presiones inflacionarias (Reyes, 1999; Campo, Gámez, Reyes, 2006; Bello, 2007; Gámez, 2010). Estos estudios no rechazan la hipótesis de que el traspaso de variaciones en el tipo de cambio al nivel de precios sea uno, y estiman una velocidad de ajuste alta

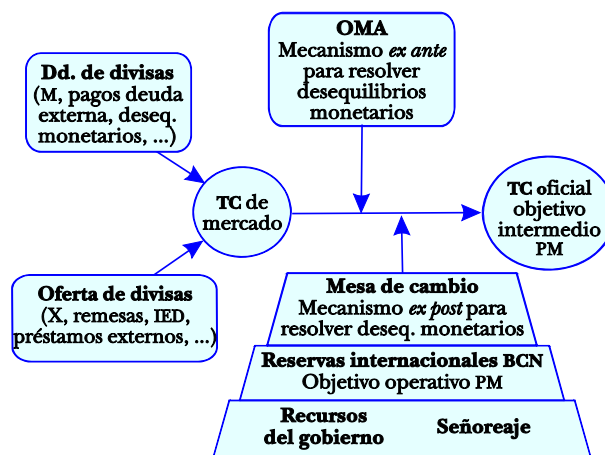
en el corto plazo, aproximadamente 80% en un horizonte de tres meses. Lo anterior reafirma que la posible ganancia en competitividad lograda mediante este régimen cambiario es prácticamente nula en un corto horizonte de tiempo.

2) Instrumentación de la política monetaria

La operatoria de la política monetaria del BCN se enmarca en el logro de su objetivo fundamental que es mantener la estabilidad de la moneda y se supedita al régimen cambiario existente. En este sentido, la *inflación* es el objetivo final del banco central, mientras el *tipo de cambio* es el objetivo intermedio y las *reservas internacionales* son el objetivo operativo.

El banco central define cual será la postura de su política monetaria mediante una meta de acumulación de reservas internacionales, que permita mantener coeficientes de cobertura adecuados de reservas a base monetaria para el sostenimiento del régimen cambiario. De esta forma, los niveles de reservas internacionales alcanzados permiten que la trayectoria predeterminada de minidevaluaciones diaria sea creíble y consistente con un objetivo inflacionario de mediano plazo.

DIAGRAMA 1. OPERATORIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN NICARAGUA



FUENTE: BCN.

Con base en lo anterior, la consecución de los objetivos de la programación monetaria descansa en la efectividad de los instrumentos del BCN para afectar la liquidez primaria de la economía y el respaldo de la política fiscal en cuanto a la acumulación de reservas internacionales. Los principales instrumentos del banco central para intervenir en el mercado monetario son las *opera-*

ciones de mercado abierto, el encaje legal y las líneas de asistencia financiera.

a) Operaciones de mercado abierto

Las intervenciones a través de operaciones de mercado abierto (OMA) se realizan semanalmente mediante subastas competitivas de precios múltiples. Dado un monto requerido de colocación, el banco central es un tomador de precio, donde las tasas de interés suelen reflejar las condiciones de liquidez del mercado así como otros elementos relacionados con las características de la industria bancaria nicaragüense. Las OMA son el principal instrumento de intervención.

b) Encaje legal

Las reservas requeridas juegan un doble papel en Nicaragua, siendo estas principalmente un instrumento de carácter prudencial, aunque en algunas ocasiones un instrumento de control monetario. El encaje legal como instrumento de control monetario se ha utilizado en pocas ocasiones, principalmente ante situaciones de pérdida de efectividad de las OMA para afectar la liquidez, como lo han sido de manera típica los periodos preelectorales.

El esquema operativo anteriormente descrito se basa y refleja en que no se rechaza que el coeficiente de compensación sea muy cercano a uno, lo que señala que cualquier variación en los activos nacionales netos del BCN ocasionará una variación de las reservas internacionales en magnitud similar en un periodo bastante corto.¹

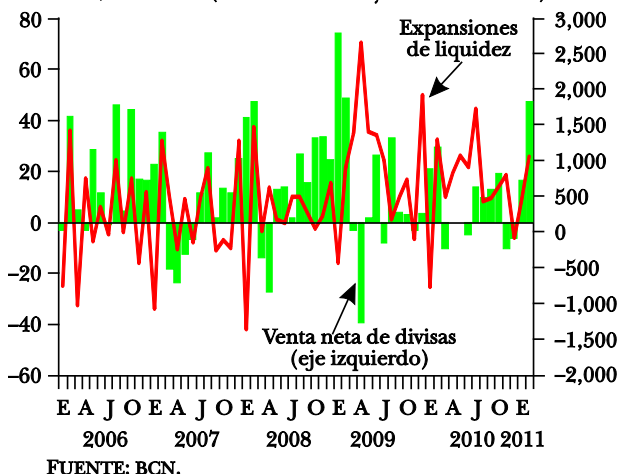
En este sentido, para evitar fluctuaciones brutas en las reservas internacionales dentro del año, las operaciones monetarias del BCN se orientan a neutralizar las expansiones del crédito interno neto derivados esencialmente de los pagos de deuda interna del gobierno central y de los movimientos del sistema financiero.

3) Dominancia fiscal benévola

Finalmente, en lo que se refiere al marco de conducción de la política monetaria, no se puede no mencionar el papel fundamental que ejerce la coordinación con la política fiscal.

¹ Gámez (2004) encuentra que para el caso de Nicaragua no se rechaza que el coeficiente de compensación (cambio en las reservas internacionales ante variación en los activos nacionales netos del banco central) es igual a uno en un horizonte temporal de tres meses.

GRÁFICA III. EXPANSIONES DE LIQUIDEZ Y MESA DE CAMBIO BCN, 2006-2011 (millones de USD y millones de NIO)

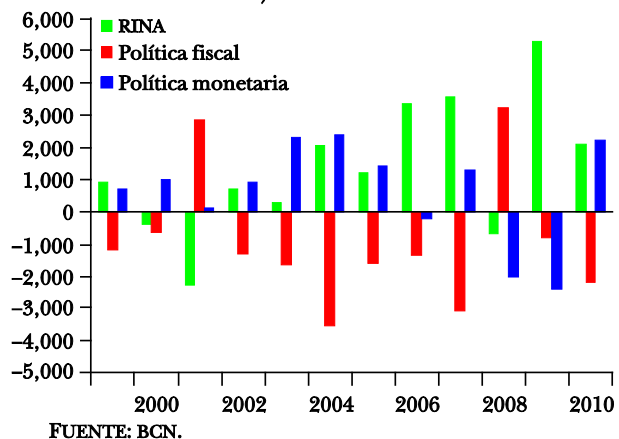


Durante la última década, a excepción de un par de años, la acumulación de reservas internacionales ha descansado sobre la política fiscal, mediante el traslado de recursos tanto en moneda nacional como extranjera a las cuentas del Tesoro en el BCN. Esto se debe a que posterior a la crisis financiera 2000-2001, el banco central impulsó una política de reducción de deuda con el objetivo de disminuir su vulnerabilidad financiera, lo que ante objetivos de acumulación de reservas internacionales fue únicamente posible gracias al respaldo del gobierno. Este respaldo del gobierno ha sido catalogado como *dominancia fiscal benévola*.

II. Respuesta de política monetaria a la reciente crisis económica y financiera

La conducción de la política monetaria ante los altos niveles de incertidumbre que prevalecieron

GRÁFICA IV. RESERVAS INTERNACIONALES: PAPEL DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL, 1999-2010 (flujos en millones de NIO del balance del BCN)

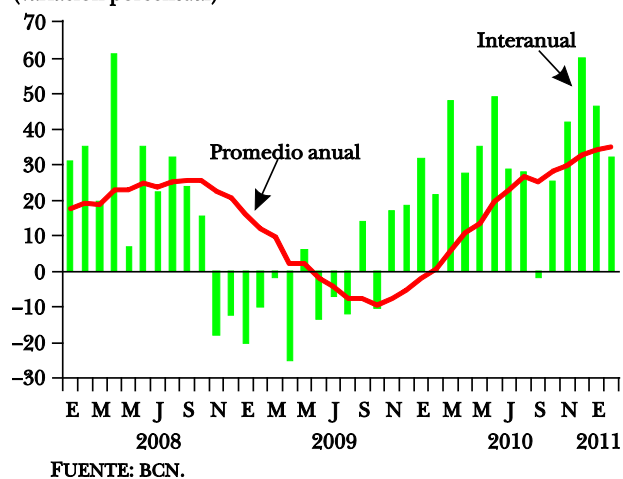


a partir de finales de 2007 fue un reto para la mayoría de los países con ciclos económicos y relaciones comerciales estrechamente vinculadas a los Estados Unidos. En la región centroamericana no fue sino hasta el año 2009 cuando sintieron los mayores impactos de la crisis financiera internacional.

1) Canales de transmisión de la crisis eminentemente reales

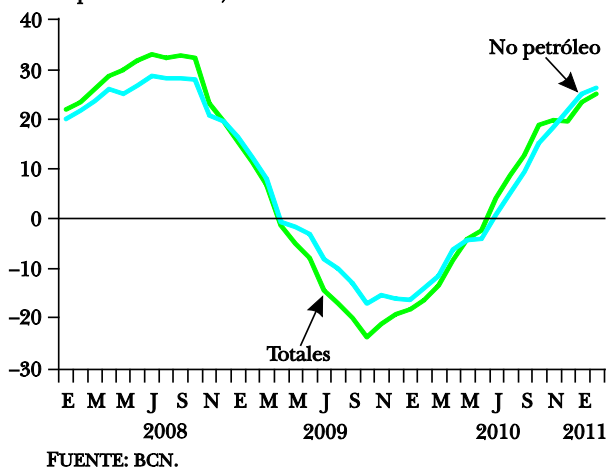
La crisis internacional afectó a Nicaragua en primera instancia a través del canal del comercio exterior. El flujo de intercambio comercial se deterioró en 2009 como consecuencia de la crisis económica mundial, reflejado en una reducción del 5.5% de la demanda de los socios comerciales (crecimiento del 20.7% a finales de 2008). Asimismo, la crisis provocó una baja en los precios de los productos primarios, que generó una caída en el índice de los precios de exportaciones de aproximadamente un 3.4%.

GRÁFICA V. EXPORTACIONES DE MERCANCÍAS, 2008-2011 (variación porcentual)



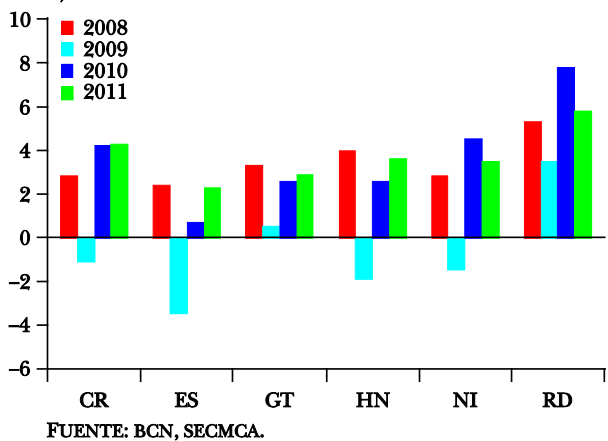
Por el lado de las importaciones, estas reflejaron el impacto de la desaceleración de la economía tanto nacional como internacional, con una caída del consumo del 1.2% (+4.1% en 2007) y un desplome de la inversión bruta de 22.3% (+11.4% en 2007) y la baja en los precios de importación (sin incluir bienes de capital) de aproximadamente un 33.6%, inducida principalmente por la reducción en los precios de petróleo, con respecto a 2008. Producto de lo anterior, la relación de intercambio evolucionó favorablemente y el déficit de cuenta corriente reflejó un drástico ajuste al cerrar 2009 en un 13% del PIB (25% del PIB en 2008).

GRÁFICA VI. IMPORTACIONES DE MERCANCÍAS, 2008-2011 (variación promedio anual)



En términos anuales, se estima que el producto interno bruto de 2009 registró una tasa negativa de crecimiento de un 1.5%. El gasto de la economía se ajustó a la menor producción vía un deterioro en la absorción y el ajuste correspondiente en el ahorro externo. La profundización de la crisis económica mundial, aunada a las consecuencias derivadas del fenómeno climático El Niño, fueron algunos de los principales factores adversos que enfrentó la economía nicaragüense durante 2009.

GRÁFICA VII. PIB CENTROAMÉRICA, 2008-2011 (variación interanual)

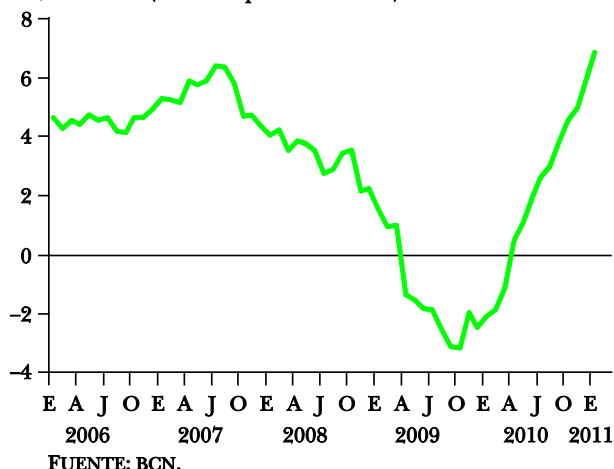


2) Sistema financiero

Los impactos directos de la crisis financiera internacional sobre la banca nicaragüense fueron muy bajos, sólo se manifestaron a través de reducciones en ciertas líneas de financiamiento en el exterior, principalmente de EUA, las cuales apenas representaban el 5% de sus fuentes de financiamiento.

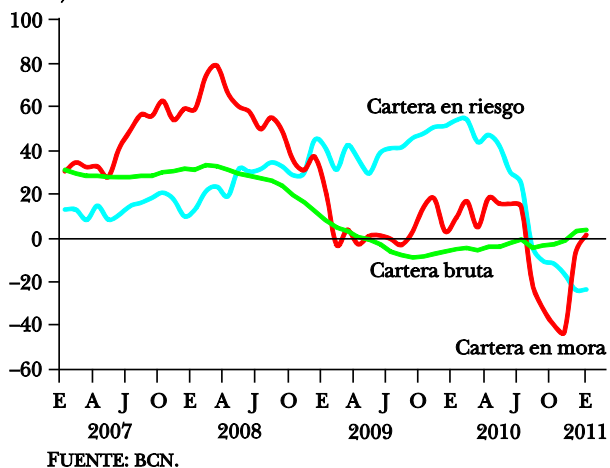
El sistema financiero sí registró importantes

GRÁFICA VIII. ÍNDICE MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, 2006-2011 (variación promedio anual)



impactos indirectos derivados de la desaceleración de la economía, lo cual se tradujo en un incremento de la mora y de la cartera en riesgo. Como reacción, se observó una importante contracción del crédito bancario que aún persistía a finales de 2010. El comportamiento del crédito junto con un sustancial influjo de recursos externos crearon las condiciones para un aumento de liquidez de la banca, con un coeficiente de cobertura de disponibilidades a depósitos del 40% a diciembre de 2010 (25% en 2007) y una marcada caída de su rentabilidad.

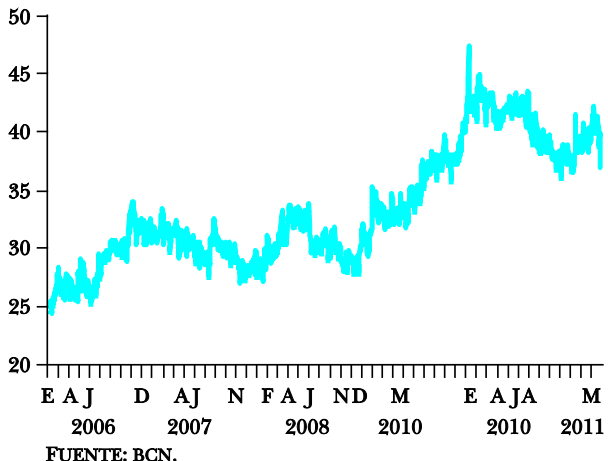
GRÁFICA IX. CARTERA DE CRÉDITO, 2007-2011 (variación interanual)



3) Política monetaria

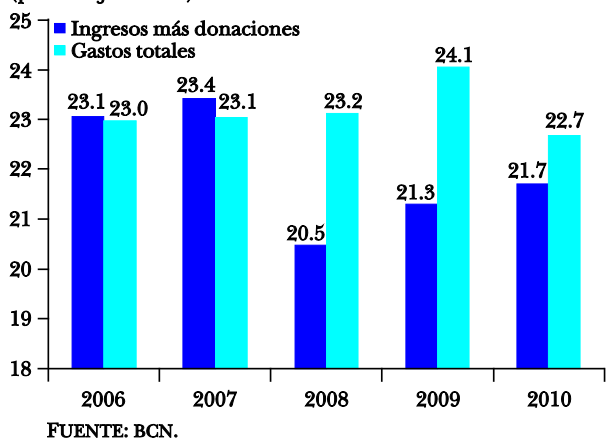
Con los primeros impactos de la crisis internacional, los retos de política monetaria se mudaron del plano inflacionario al plano de manejo de liquidez, se concentraron en resguardar la estabilidad del sistema financiero y compensar el

GRÁFICA X. COBERTURA DE LIQUIDEZ, 2006-2011 (porcentaje de los depósitos totales)



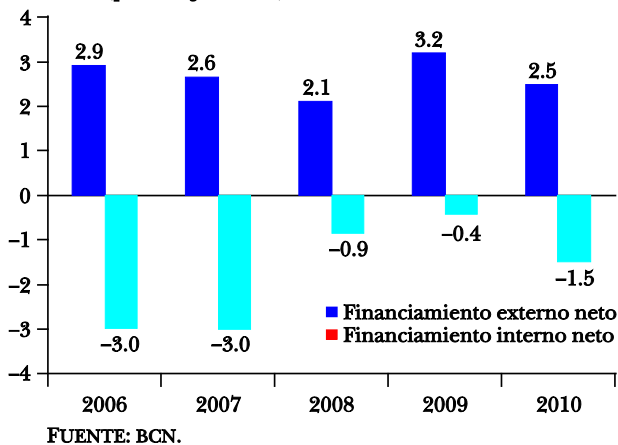
impacto en reservas internacionales del deterioro de la posición fiscal.

GRÁFICA XI. BALANCE DEL GOBIERNO CENTRAL, 2006-2010 (porcentaje del PIB)

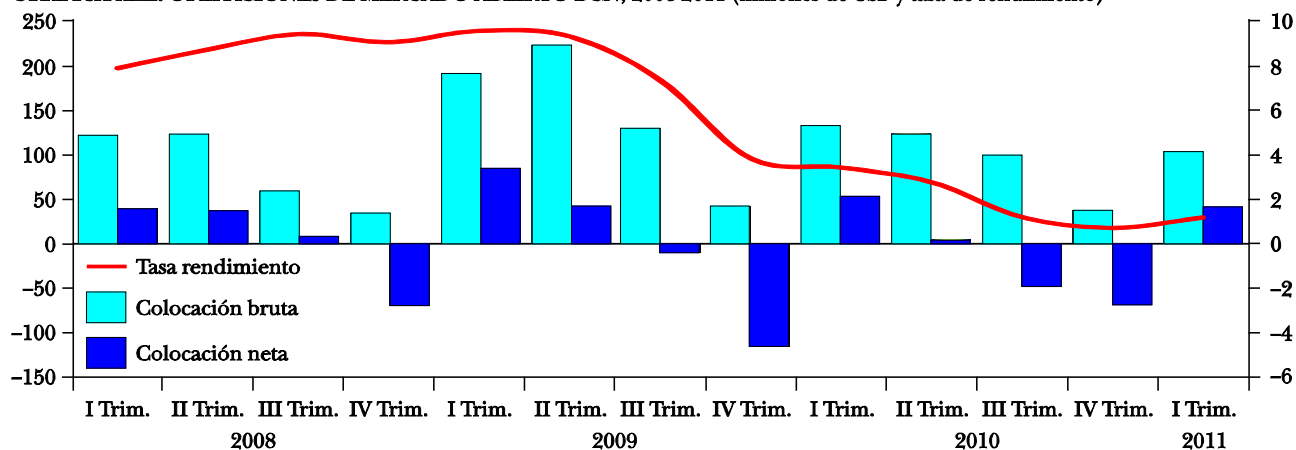


Durante los años 2008 y 2009, la política fiscal, pilar fundamental para la implementación de la política monetaria, resintió los efectos de la

GRÁFICA XII. FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO CENTRAL, 2006-2010 (porcentaje del PIB)



GRÁFICA XIII. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO BCN, 2008-2011 (millones de USD y tasa de rendimiento)



FUENTE: BCN.

desaceleración de la actividad económica y de los flujos de comercio exterior. Así, los ingresos del gobierno central (incluyendo donaciones) cayeron casi tres puntos porcentuales del PIB en 2008, e iniciaron una paulatina recuperación a partir de finales de 2009, aunque el gasto no se ajustó, como reflejo de su rigidez estructural. Ante este desbalance, el financiamiento interno tuvo que ajustarse con mayores colocaciones de bonos de la República y menores depósitos en el banco central.

En este sentido, a pesar de la política de reducción de deuda para fortalecer la posición financiera del BCN que inició tras la crisis bancaria de 2001, los años 2008 y 2009 fueron años de endeudamiento neto para el banco central con USD 42 millones y USD 35 millones, respectivamente. Además del aumento en el endeudamiento neto, la Autoridad Monetaria incrementó el volumen de operaciones de corto plazo con el objetivo de poder neutralizar el incremento en la liquidez del sistema.

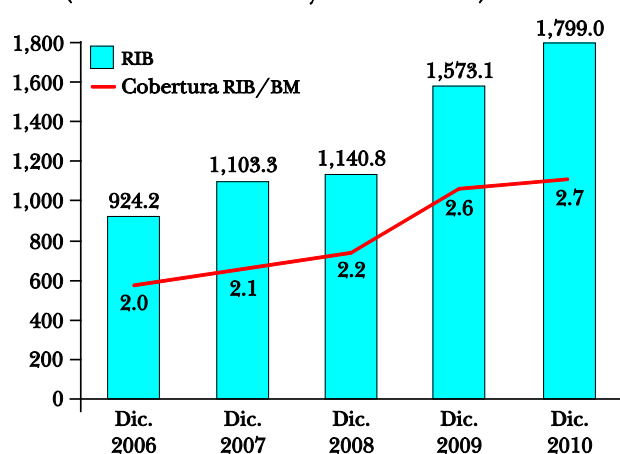
Durante la primera etapa de la crisis (año 2008), las intervenciones del BCN se hacían a un costo promedio de 9%. Con la evolución de la crisis, la desaceleración de la economía y el incremento de las condiciones de liquidez del sistema financiero, los términos del endeudamiento se redujeron sustancialmente hasta 3.8% en promedio durante el último trimestre de 2009. Durante 2010, la alta liquidez del sistema financiero prevaleció sobre cualquier otro factor, empujando las tasas de interés de los títulos del BCN a valores aún más bajos, cercanos a cero (0.7% en el cuarto trimestre de 2010).

En términos de reservas internacionales, como parte de la absorción de los impactos de la crisis internacional, se programaron pérdidas de

reservas tanto para 2009 (USD 55 millones) como para 2010 (USD 20 millones). Esta trayectoria de las reservas era consistente con el deterioro de la posición fiscal y el menor crecimiento de los agregados monetarios, producto de la caída de la actividad económica. Sin embargo, la contracción del crédito más allá de lo esperado y la política de gestión de liquidez del sistema financiero conllevaron resultados en reservas internacionales que más que compensaron los efectos esperados de la caída de la actividad económica.

De esta forma, en 2009 y 2010 se acumularon anualmente un poco más de USD 100 millones reservas internacionales netas ajustadas (RINA), producto de una mejora en las perspectivas fiscales a partir del último trimestre de 2009 y de una base monetaria con mucho más dinamismo de lo esperado. Los resultados anteriores conllevaron a niveles de cobertura de las reservas internacionales brutas (RIB) de 2.7 veces y ayudaron a brindar estabilidad al régimen cambiario.

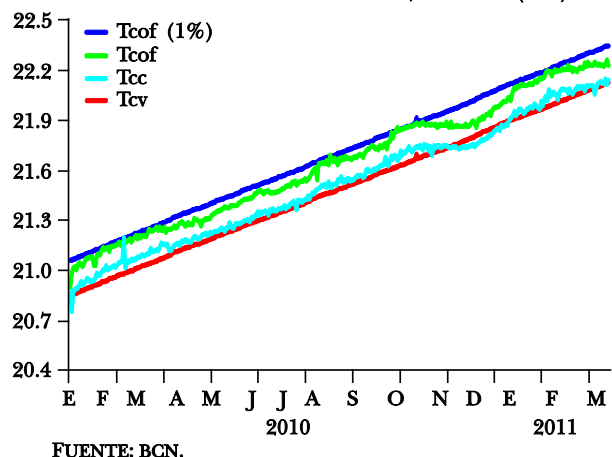
GRÁFICA XIV. RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS, 2006-2010 (saldo en millones de USD y número de veces)



FUENTE: BCN.

En términos de consolidación de la red de seguridad financiera del país, otra importante acción de política implementada por el banco central, de carácter eminentemente precautorio, fue el establecimiento de una línea de asistencia financiera extraordinaria (LAFEX) a disposición del sistema financiero. Con esta nueva línea, el BCN amplió el techo de endeudamiento al 80% del patrimonio (30% en demás líneas) y flexibilizó la gama de garantías. Adicionalmente, para reforzar las líneas de asistencia en moneda nacional, el Banco también contrató una línea de crédito contingente con el Banco Centroamericano de Integración Económica hasta por 200 millones de dólares.

GRÁFICA XV. MERCADOS CAMBIARIOS, 2010-2011 (NIO/USD)



FUENTE: BCN.

III. Elementos de regulación macroprudencial: lecciones de las crisis financieras

En el mundo de la regulación financiera tradicionalmente se ha trabajado con el supuesto de que se puede garantizar la estabilidad del sistema financiero como un todo tan solo garantizando que cada entidad financiera individual esté sana. Una de las principales lecciones de la crisis financiera, citada en la mayoría de la literatura reciente, es que este pensamiento es una *falacia de composición*, es decir se infiere que algo es verdadero acerca de un todo sólo porque es verdadero acerca de una o varias de sus partes. La evidencia empírica que se destaca de la última crisis muestra cómo el comportamiento de bancos individuales para disminuir su exposición al riesgo (comportamiento racional) condujo a inestabilidad sistémica y gestación de riesgos macroeconómicos. Lo anterior claramente marca las deficiencias de la regulación microprudencial.

La segunda gran lección de la crisis es que es incorrecto pensar que las crisis ocurren de manera aleatoria cuando una institución mala quiebra y arrastra al resto del sistema. La evidencia continúa mostrando que las crisis siempre son precedidas por periodos de auge. La regulación macroprudencial por lo tanto debe enfocarse a contrarrestar los periodos de mayor toma de riesgos (fase expansiva del ciclo) y de mayor aversión al riesgo (fase recesiva del ciclo).

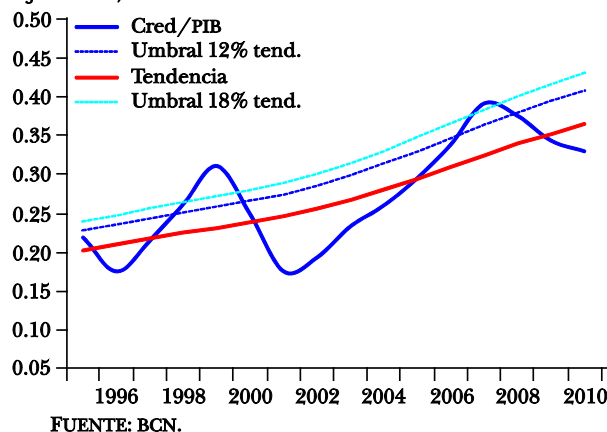
En este sentido, Nicaragua ha tomado varios pasos tendientes a consolidar la supervisión financiera, internalizar los riesgos macroeconómicos y procurar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Las piedras angulares de estos cambios han sido la norma de gestión de riesgo crediticio (agosto de 2008, entrando en vigor a inicio de 2009), la norma de adecuación de capital (octubre de 2010) y la nueva Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua (agosto de 2010).

1) Gestación de un auge crediticio 2006-2007

Posterior a la crisis financiera del 2000-2001, en donde el crédito como proporción del PIB se contrajo del 31% en 1999 al 17% a fin de 2001, el sistema financiero nicaragüense emprendió un proceso de consolidación. Fruto de ese proceso, el apalancamiento de la economía en el sistema bancario fue recuperándose, superando en 2006 los niveles observados en 1999. Hacia finales de ese periodo de consolidación el dinamismo del crédito se reflejaba en tasas de crecimiento nominal superiores al 30%, que se concentraban en los sectores de consumo.

La dinámica del crédito durante el periodo 2002-2007 se interpretó como un proceso de profundización financiera y consolidación de

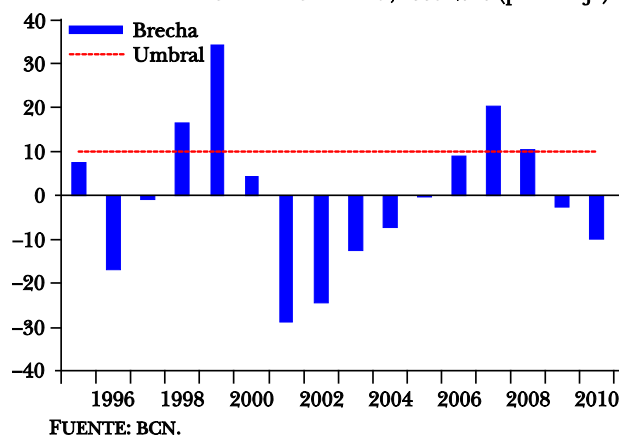
GRÁFICA XVI. CRÉDITO Y SU TENDENCIA, 1996-2010 (porcentaje del PIB)



FUENTE: BCN.

mercados, aunque para fines de 2007 ya ciertos indicadores mostraban indicios de la posible gestión de un auge de crédito.

GRÁFICA XVII. BRECHA DE CRÉDITO, 1995-2010 (porcentaje)



2) Norma de riesgo crediticio

Coincidiendo con estos análisis, se empezaron a tomar medidas enfocadas a fortalecer los criterios de evaluación y clasificación de activos de riesgo, las cuales se materializaron en la *Norma de Gestión de Riesgo Crediticio*. En dicha norma se fortalecieron los criterios de valuación de deudores, la gestión del riesgo cambiario crediticio y la constitución de provisiones con base en los elementos anteriores. Aunque la entrada en vigencia de esta norma coincidió con la desaceleración de la economía, se cree que ayudó a normalizar el ritmo de crecimiento del crédito.

3) Norma de adecuación de capital

A finales de octubre de 2010, la SIBOIF dio a conocer la nueva *Norma sobre Adecuación de Capital*, la cual sustituyó a la anterior norma de 2007. Esta nueva norma entró en vigencia a partir de enero de 2011. Uno de los principales cambios en la nueva norma de adecuación de capital fue el relacionado con la ponderación de los activos de riesgos, específicamente la ponderación de los préstamos hipotecarios para vivienda, de consumo, comerciales y microcréditos otorgados en moneda extranjera.

Los préstamos afectados por el cambio regulatorio representaron cerca del 80% del total de los créditos otorgados por el sistema bancario. Una simulación de dicho cambio sobre los activos de riesgo mostró que la adecuación de capital, a nivel de sistema consolidado podría reducirse hasta en 2.5 puntos porcentuales. Datos

preliminares de finales de enero de 2011 muestran una contracción efectiva de 1.9 puntos porcentuales posterior a la entrada en vigor de la norma. La internalización del riesgo cambiario directo e indirecto es un paso correcto hacia la reducción de la exposición de la economía a la volatilidad cambiaria.

Cuadro 1

Activo	Ponderación	Ponderación
	Norma 2007 (%)	Norma 2010 (%) ^a
Préstamos hipotecarios para vivienda otorgados en moneda extranjera.	50	60
Créditos de consumo otorgados en moneda extranjera.	100	125
Créditos comerciales y microcréditos otorgados en moneda extranjera y cuya fuente de ingresos no sea en la misma moneda en la que se otorgó el crédito.	100	125

^a Vigente a partir de enero de 2011.

4) Nueva Ley Orgánica del BCN

La Ley 732, aprobada en agosto de 2010, le da al banco central un reconocimiento explícito en materia de estabilidad financiera. Así, al incluir en las funciones y atribuciones del BCN (artículo 5) el “promover el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero del país” se le da potestad al banco central de desarrollar una vigilancia a nivel macroeconómico del comportamiento de la industria bancaria.

Ante este nuevo marco normativo, Nicaragua tiene la oportunidad de complementar la regulación microprudencial tradicional con avances orientados a la internalización de riesgos macroeconómicos y la prociclicidad de la toma de riesgo.

Referencias

- Bello, O. (2007), *Modelo macroeconómico de proyección de corto plazo para Nicaragua*, Banco Central de Nicaragua, Gerencia de Estudios Económicos, septiembre (Documentos de Trabajo).
- Bello, O., y Ó. Gámez (2006), *Inflación e incertidumbre inflacionaria en Nicaragua: una aplicación usando un modelo EGARCH*, Banco Central de

- Nicaragua, Gerencia de Estudios Económicos, junio (Documentos de Trabajo).
- Conrado, N., y J. J. Rojas (coordinadores) (2003), *Propuesta de reducción de la tasa de deslizamiento a 5% anual*, Banco Central de Nicaragua, Gerencia de Estudios Económicos, diciembre (Documentos de Trabajo).
- Gámez, Ó. (2004), "Estimación del coeficiente de compensación en Nicaragua", *Boletín Trimestral* (Banco Central de Nicaragua), vol. VI, núm. 3, julio-septiembre, pp. 45-56.
- Gámez, Ó. (2010), *Modelo de equilibrio general computable para Nicaragua*, Banco Central de Nicaragua, Gerencia de Estudios Económicos, febrero (Documentos de Trabajo, núm. 02).
- Reyes, O. (coordinador) (1999), *Reducción del deslizamiento cambiario: una propuesta para disminuir la inflación*, Banco Central de Nicaragua, Gerencia de Estudios Económicos, junio (Documentos de Trabajo, núm. 2).

Cómo lograr el máximo crecimiento a largo plazo*

Jean-Claude Trichet

I. Introducción

El título de nuestro panel de hoy es *Cómo establecer las prioridades para el crecimiento a largo plazo*. Dadas todas nuestras luchas recientes por recuperar nuestras sendas de crecimiento de referencia, podría parecer algo así como un lujo pensar en el largo plazo; con mayor frecuencia, los banqueros centrales y los formuladores de políticas han tenido que dedicar una atención inusitada a los acontecimientos económicos. Se han aprendido muchas lecciones nuevas; se han introducido numerosas innovaciones de política e institucionales.

La reciente crisis financiera ha provocado una desaceleración grande y persistente en nuestras economías; una desaceleración que además amenaza nuestro potencial de crecimiento a largo plazo. Por lo tanto, es totalmente natural que los formuladores de políticas no pierdan de vista los prerequisites para un crecimiento estable y sustentable.

Esto es especialmente cierto para la mayoría de las economías avanzadas, incluyendo la zona del euro, caracterizadas (al igual que en las últimas décadas) por tasas decrecientes de crecimiento potencial. Ante cualquier contrariedad económica, hay dos preguntas que nos deberíamos hacer: ¿qué nos llevó hasta este punto? y,

¿qué nos puede sacar de esta situación? En el caso más general del crecimiento sustentable para la zona del euro, lo que importa es el compromiso con las reformas estructurales y con políticas macroeconómicas sensatas. En el caso de los asuntos financieros, la clave es un robusto marco macroprudencial y regulatorio. En la disertación, abordaré ambos temas.

Asimismo, algunos pueden considerar inusual que se consulte la opinión del presidente de un banco central sobre temas de crecimiento a largo plazo. Después de todo, si usted toma cualquier libro sobre la teoría del crecimiento encontrará pocas referencias a la inflación y menos referencias aún a la política monetaria. La política monetaria se considera fundamentalmente como neutral en el largo plazo.

Y ciertamente, la inflación *es* a la postre un fenómeno monetario. A su vez, el crecimiento *es* en última instancia un fenómeno real que refleja, en particular, la tecnología, educación y capacitación, la acumulación del capital y la calidad institucional.

Sin embargo, las instituciones a cargo de la política monetaria pueden desempeñar y han desempeñado un papel fundamental en el apoyo al crecimiento sustentable y a largo plazo. De diversas maneras, veo un paralelismo entre la teoría y la práctica de la elaboración de políticas monetarias y la conformación del análisis moderno del crecimiento el cual enfatiza el papel de instituciones adecuadas y sólidas.

Resulta sencillo motivar el logro de un crecimiento grande y sustentable. Sobre el tema de las diferencias de crecimiento entre países, Lucas (1988) escribió memorablemente: *Las consecuencias para el bienestar humano implícitas en preguntas*

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el discurso de J.-C. Trichet, presidente del BCE, presentado durante el Economic Symposium del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, en Jackson Hole, en el panel: *Cómo establecer las prioridades para el crecimiento a largo plazo*, el 27 de agosto de 2011. El discurso original en inglés está disponible en: (<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110827.en.html>).

como estas son simplemente asombrosas: una vez que se empieza a pensar en ellas, es difícil pensar en otra cosa.

II. ¿Qué impulsa el crecimiento a largo plazo?

Empecemos a pensar: ¿qué impulsa el crecimiento a largo plazo? En realidad, la teoría del crecimiento –muy parecido a lo que sucede con la banca central– ha recorrido un largo camino. Como todos saben, el trabajo de Solow de fines de la década del cincuenta introdujo dos apreciaciones sorprendentes.¹ En primer lugar, que la suave sustituibilidad de los factores podría liberarnos del ciclo de expansión y recesión de Harrod-Domar. Esto, en realidad, allanó el camino para un análisis apropiado del crecimiento sustentable.² La segunda apreciación fue que el crecimiento no sólo está dirigido por el factor acumulación sino también por el progreso tecnológico.

Fundamentalmente, el progreso tecnológico y la innovación son, a largo plazo, los impulsores principales del crecimiento económico y también motivos importantes para las diferencias en el desempeño económico internacional, si bien las diferencias demográficas son también sumamente relevantes. Las tasas de crecimiento más altas en innovación tecnológica elevan la producción y pueden disminuir la tasa de desempleo.

¿Pero, qué es el cambio técnico? Al abrir la caja negra de Solovian del progreso técnico hemos pasado del aprendizaje por medio de la experiencia al impacto de la investigación y desarrollo en la variedad y calidad de los productos. Estas últimas teorías están apuntaladas por las reflexiones de Paul Romer sobre el hecho de que, fundamentalmente, tales ideas no rivalizan entre sí.³ En realidad, este concepto no es nuevo. La famosa carta de Thomas Jefferson a Isaac McPherson lo expresaba claramente en 1813.⁴ La conclusión final de esto es que el conocimien-

¹ Solow (1956, 1957).

² Para debates contemporáneos ver La Grandville (2009) y Klump *et al.* (2007a, b).

³ Romer (1990).

⁴ "... El que recibe de mí una idea, se instruye sin reducir mi instrucción; como el que enciende su vela con la mía recibe la luz sin dejarme a oscuras. El hecho de que las ideas se extiendan libremente de uno a otro, por todo el mundo, para instrucción moral y recíproca de los hombres, y la mejora de su condición, parece un designio especial y benévolo de la naturaleza...", Carta de Thomas Jefferson a Isaac McPherson, 13 de agosto de 1813.

to expandido entre economías abiertas y dinámicas podría beneficiar a todos. No es de sorprender que, todos estos nuevos desarrollos en la teoría del crecimiento llegaran cargados de prescripciones de políticas.

Hay literatura más reciente, relacionada con este tema que sugiere lo siguiente: son consideraciones vitales la proximidad de una economía con la frontera tecnológica y si sus instituciones facilitan la convergencia hacia esta frontera.⁵ En efecto, un país rezagado logra mejoras implementando (o dando un salto hacia) las tecnologías de vanguardia.⁶ Pero una economía *cercana* a la frontera tecnológica –o con apetito por definir esa frontera– debería favorecer cada vez más la innovación sobre la imitación.

Como muchos cercanos a la política europea,⁷ creo que este es un marco atractivo. Ciertamente, después de la Segunda Guerra Mundial, las economías europeas se recuperaron considerablemente en términos de productividad y tecnología, y hoy en día son líderes en diversas áreas, en especial en la inserción de la innovación tecnológica en los procesos industriales.⁸ Sin embargo, todavía hay mucho potencial para aprovechar, para reformar nuestras economías y para impulsar su potencial de crecimiento y la generación de empleo.⁹

III. Patrones de crecimiento en la zona del euro y en Estados Unidos

Los debates en torno a Estados Unidos versus la zona del euro se han convertido en un tema recurrente en los últimos años. Sin embargo, desde mi punto de vista, estos debates a menudo carecen del análisis cuidadoso, y sutil que requieren. Algunas comparaciones internacionales *son* ciertamente informativas y permiten una importante comprensión de la situación. Otras –dada la falta de datos armonizados, de conceptos de datos o de unidades de datos– son más sospechosas. Sin embargo, la crisis nos ha enseñado que el crecimiento solo es significativo si es sustentable y equilibrado. El crecimiento que no es sustentable y que sigue los ciclos de expansión y contracción, acarrea enormes costos en términos del bienestar

⁵ Acemoglu, Aghion y Zilibotti (2006).

⁶ También llamada la ventaja del atraso, Gerschenkron (1962).

⁷ Sapir *et al.* (2003), Kok *et al.* (2004).

⁸ Gómez-Salvador *et al.* (2006).

⁹ Ver, por ejemplo, el debate en Sondermann (2011).

económico. Estos costos van más allá de las cifras del PIB; lo más profundo de estos costos es que en algunos casos, tiñen el tejido de nuestras sociedades. Por esta sola razón, la sustentabilidad es una calificación clave para asociar con el crecimiento. El segundo término clave es el equilibrio del crecimiento, tanto interno como externo. El crecimiento equilibrado a nivel interno implica una distribución generalizada y aceptable del bienestar económico dentro de las sociedades en cuanto a los ingresos y al bienestar, pero también evita la desalineación, especialmente de los precios de los activos; y el crecimiento equilibrado a nivel externo implica la necesidad de evitar los excesivos desequilibrios internacionales.

Desde la introducción de una moneda única en 1999, la zona del euro ha experimentado una tasa de crecimiento per cápita de aproximadamente un 1% anual, que es equiparable al crecimiento de Estados Unidos (1.1%). Este es el primer hecho que a menudo se pasa por alto en las comparaciones internacionales. En este tipo de comparaciones, a menudo nos concentramos en las cifras finales de crecimiento; sin embargo, la situación demográfica es muy diferente. Ajustado por el crecimiento de la población, prácticamente no ha habido ninguna diferencia entre el crecimiento de Estados Unidos y la zona del euro durante la primera década desde la introducción de una moneda única. Sin embargo, la zona del euro ha generado más empleos: catorce millones en comparación con ocho millones en Estados Unidos. Además, durante las décadas recientes, las diferencias en la dispersión de las tasas de crecimiento e inflación entre países y en

tre estados son significativamente similares en la zona del euro y en Estados Unidos. En el empleo, sería interesante además comparar nuestras diferentes evoluciones en los próximos años. Lo que todos queremos evitar es el empleo excesivamente volátil, donde se pierde fácilmente el capital humano y se profundiza la desigualdad.

El cuadro 1 muestra una comparación detallada entre la zona del euro y Estados Unidos durante las últimas décadas. Esto hace la contabilidad del crecimiento estándar de las contribuciones al empleo y a la productividad del trabajo. La productividad del trabajo en sí puede descomponerse aún más en cambios en la composición laboral, en tecnologías de información y comunicación (TIC) y en el no uso de las TIC por hora, y en el crecimiento (residual) de la productividad total de los factores (PTF). El interés en la distinción entre el uso de las TIC y el no uso de las TIC es reflejo de las pruebas recientes que demuestran que el sector de TIC ha sido desde donde ha surgido el mayor crecimiento de toda la economía mundial.

Al revisar las contribuciones, notamos una diferencia significativa en la productividad del trabajo (1.7 para la UE13 versus 2.9 para Estados Unidos). Los principales impulsores en esta comparación de productividad del trabajo son los servicios de capital de las TIC por hora (0.4 vs. 1.0) y, quizás lo más significativo desde nuestro punto de vista, la PTF en toda la economía (0.5 vs. 1.1). A pesar de esto, pareciera haber cierta heterogeneidad entre los países.

Además, en el cuadro 2 se analiza la descomposición sectorial del crecimiento de la PTF. La

CUADRO 1. TASAS DE CRECIMIENTO PROMEDIO Y CONTRIBUCIONES, 1995-2007

	Tasa de crecimiento del producto $I=2+3$	Contribuciones a la productividad del trabajo de					
		Contribución al crecimiento de		Composición del trabajo 4	Capital de TIC por hora 5	Capital diferente de TIC por hora 6	PTF $7=3-(4+5+6)$
		Horas trabajadas 2	Productividad del trabajo 3				
Zona del euro	2.2	0.5	1.7	0.1	0.4	0.6	0.6
EUA	3.5	0.6	2.9	0.3	1.0	0.5	1.1
Alemania	1.3	-0.3	1.7	0.0	0.5	0.5	0.7
Austria	2.7	0.4	2.4	0.2	0.5	0.2	1.5
Bélgica	2.5	0.5	2.0	0.2	0.9	0.6	0.2
España	3.5	2.0	1.5	0.4	0.5	1.4	-0.7
Finlandia	4.5	1.0	3.5	0.1	0.6	0.2	2.5
Francia	2.5	0.4	2.1	0.4	0.3	0.5	0.9
Irlanda	7.6	2.1	5.5	0.3	0.4	3.3	1.6
Italia	1.7	0.7	1.0	0.1	0.3	0.7	-0.2
Países Bajos	3.1	0.7	2.4	0.3	0.5	0.6	1.0

FUENTE: Base de datos EUKLEMS.

PTF en la elaboración de productos es ligeramente superior en la zona del euro que en Estados Unidos. Más bien, el mayor crecimiento de la PTF general en Estados Unidos está impulsado por un crecimiento más fuerte de la PTF en el sector de servicios, en particular en el comercio distributivo (0.2 vs 0.5).¹⁰ Aunque, de paso, debemos recordar que las mejoras técnicas y de productividad en servicios están plagadas de dificultades de medición.

Sin duda, las cifras de la PTF siempre representan una métrica aproximada.¹¹ La PTF residual estará contaminada por los errores de medición, los supuestos errores sobre la estructura del mercado, o la naturaleza y existencia de la función de producción agregada. El residuo también será el elemento que capture todo lo que quede desatendido del factor utilización, el factor mejoras de la calidad a través del tiempo, las complicaciones estadísticas asociadas con el cálculo de los factores recompensas (asignación apropiada de impuestos y depreciación para el ingreso de capital, etcétera).

CUADRO 2. TASAS DE CRECIMIENTO DE LA PTF PROMEDIO Y CONTRIBUCIONES SECTORIALES, 1995-2007

	<i>PTF I=2+3+4</i>	<i>Producción de bienes 2</i>	<i>Servicios de mercado (excepto comercio al por mayor y al por menor, y reparación de automotores y motocicletas) 3</i>	<i>Comercio al por mayor y al por menor, y reparación de automotores y motocicletas 4</i>
Zona del euro	0.5	0.5 (0.44)	-0.1 (0.35)	0.2 (0.21)
EUA	1.1	0.4 (0.36)	0.1 (0.42)	0.5 (0.22)

FUENTE: Base de datos EUKLEMS.

NOTAS: La producción de bienes captura manufactura, agricultura, minería, electricidad y construcción. Las cifras entre paréntesis señalan el valor agregado del sector respectivo en el valor agregado del sector privado.

Pero la perspectiva más amplia es la siguiente: *i*) los servicios y el sector distributivo son ahora la parte dominante y creciente en la producción de la economía de la zona del euro (aproximada-

¹⁰ Observe que la participación del valor agregado de la agrupación de un sector con respecto al valor agregado total es bastante similar para ambos países: elaboración de productos (0.44 para la zona del euro, 0.36 para Estados Unidos), servicios de mercado (0.35 para la zona del euro; 0.42 para Estados Unidos); y comercio distributivo (0.21 para la zona del euro; 0.22 para Estados Unidos).

¹¹ Ver, por ejemplo, el debate en Crafts (2008).

mente el 60%) y en la participación del empleo; *ii*) el sector de servicios es generalmente el más regulado y por lo tanto el menos flexible a los cambios y el menos abierto a la innovación,¹² si bien recientemente se han hecho avances en la desregulación de las industrias de red y progresos en las nuevas directrices para el sector de servicios; *iii*) la evidencia es variada, pero el sector de servicios a menudo se considera como el que inherentemente tiene menor productividad y menos mecanismos de generación de empleo en comparación con el sector manufacturero.

IV. Diversidad dentro de Estados Unidos y de la zona del euro

Permítanme, a continuación, detenerme con más detalle en los desarrollos tanto de los estados de Estados Unidos como de los estados miembros de la zona del euro.

Para la zona del euro es muy común observar el nivel de los países que la conforman y enfocarse en la diversidad entre los estados individuales, porque un cierto número de las medidas de política económica que afectan a la productividad son medidas nacionales.

Para Estados Unidos, rara vez se realiza este ejercicio. A menudo se considera que las políticas relevantes son federales y por lo tanto, por definición, uniformes a nivel de la federación; y por consiguiente, que las diferencias entre los estados juegan un papel mucho menos importante. Por lo tanto, en esencia, se podría suponer que la economía de Estados Unidos es significativamente más homogénea que la economía de la zona del euro.

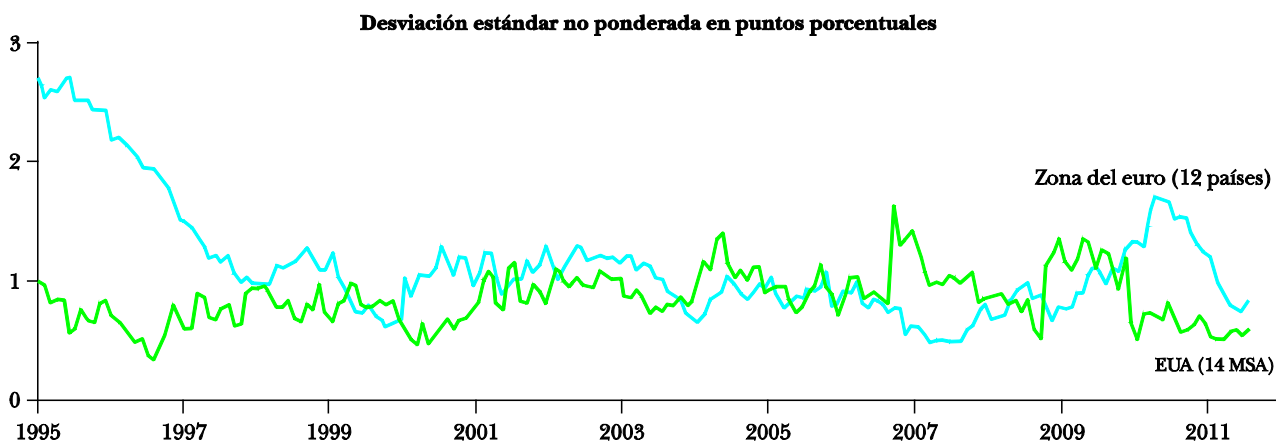
La observación más detenida de la dispersión regional para Estados Unidos, y de las economías de la zona del euro, no confirman esto. En realidad, la dispersión de muchos de los indicadores claves es asombrosamente similar.

Quisiera compartir con ustedes algunos de los hallazgos a partir del análisis que iniciamos hace algunos meses y comenzar con la inflación.¹³ Antes de la crisis, la dispersión de la inflación medida por el HICP (índice armonizado de precios al consumidor de los estados miembro) en los países de la zona del euro se mantuvo ampliamente estable desde fines de los noventa, a un

¹² Ver Banco Central Europeo (2006).

¹³ Palabras de presentación de Jean-Claude Trichet, presidente del BCE, en la conferencia "ECB and Its Watchers XIII", Fráncfort del Meno, 10 de junio de 2011.

GRÁFICA I. DISPERSIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL, 1995-2011



FUENTES: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

NOTA: MSA indica áreas metropolitanas estadísticas.

nivel similar al de las 14 US Metropolitan Statistical Areas.¹⁴ Durante la crisis, vimos un aumento temporal de la dispersión de la inflación en la zona del euro, pero esto se ha revertido en los últimos doce meses.

Es similar el panorama de la dispersión del crecimiento del PIB. Antes de la crisis, la dispersión de las tasas de crecimiento era de aproximadamente un 2% tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. La dispersión aumentó durante la crisis en ambas áreas monetarias, pero en términos generales se mantuvo en línea con los patrones generales anteriores a la crisis.¹⁵

Avanzando un paso más, la investigación de los orígenes de esta dispersión del crecimiento en Estados Unidos y en las economías de la zona del euro revela paralelismos hasta en las causas de la dispersión, en el desempeño y en la productividad económica. Por una parte, ambas áreas monetarias abarcan regiones que han experimentado un importante ciclo de expansión y contracción durante la última década. Por otra parte, ambas también comprenden regiones que están enfrentando significativos desafíos estructurales cuya naturaleza es a más largo plazo.

En Estados Unidos, por ejemplo, Nevada, Arizona, Florida y California experimentaron alzas

¹⁴ El uso de todos los estados de Estados Unidos en el cálculo de la dispersión del PIB, en contraste con solo 14 áreas estadísticas metropolitanas de Estados Unidos (Metropolitan Statistical Areas o MSA) para el cálculo de la dispersión de la inflación puede explicarse por la disponibilidad de datos. Se han excluidos los ingresos más recientes en la zona del euro para evitar quiebres en las series de tiempo.

¹⁵ Los datos de 2010 para las regiones de Estados Unidos son estimaciones publicadas por la Bureau of Economic Analysis, el 7 de junio de 2011.

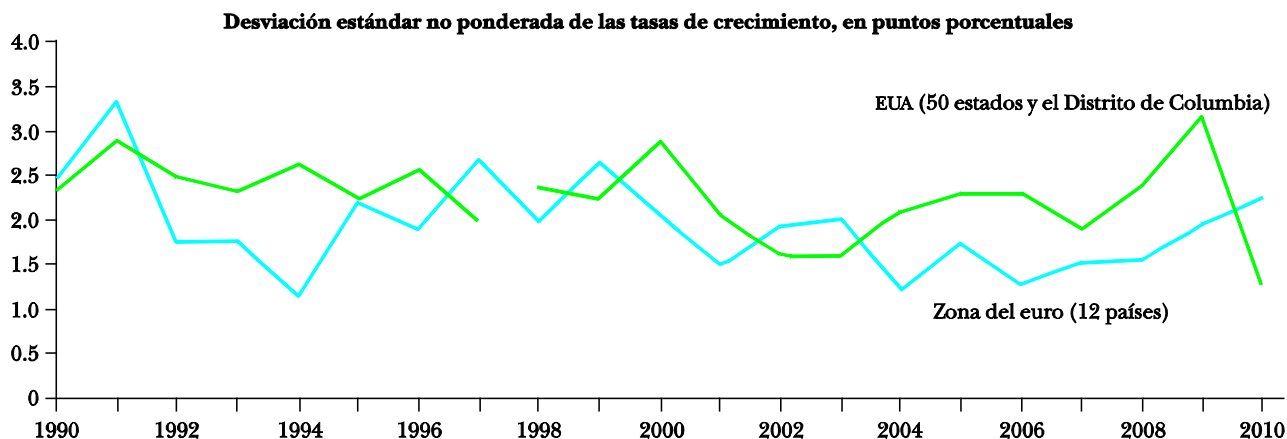
en los precios de las viviendas que superaron al promedio nacional por un amplio margen. El marcado incremento en el precio de las viviendas, acompañó un crecimiento promedio por encima del promedio en estos estados. Esto probablemente podría explicarse, al menos en parte, por el impulso que estos estados recibieron de los sectores vinculados al mercado de la vivienda tales como el de la construcción, que tuvo un incremento de su participación en términos de valor agregado a nivel nacional durante los años del auge de la vivienda. En la crisis, la abrupta caída en los precios de las viviendas en Florida y en los estados del sudoeste de Estados Unidos hizo que al auge se convirtiera en una caída. Entre todos los estados de Estados Unidos, fueron estos los que sufrieron la recesión más grave.¹⁶

Del mismo modo, en la zona del euro, algunos países experimentaron ciclos asimétricos de expansión y contracción. Muchos de los países de la zona del euro tenían niveles de crecimiento mayores al promedio en los años anteriores a la crisis. En Irlanda y España en particular, el fuerte crecimiento estuvo acompañado de un enérgico incremento en los precios de las viviendas.

Al mismo tiempo, otros estados de Estados Unidos, especialmente los ex centros neurálgicos de la industria manufacturera en la región de

¹⁶ El índice de especialización de la industria –una medida del grado de especialización de los estados en una industria con relación al promedio nacional– revela que California, Florida, Arizona y Nevada fueron testigos de un incremento de la participación de sus respectivos sectores de la construcción con respecto a la media nacional entre 2001 y 2006, seguido por un desarrollo opuesto después de 2006.

GRÁFICA II. DISPERSIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB REAL, 1990-2010



FUENTES: Comisión Europea, US Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.

NOTA: Hay un quiebre estadístico en los datos regionales estadounidenses en 1998. Para los estados de EUA, los datos refieren al PIB por estado.

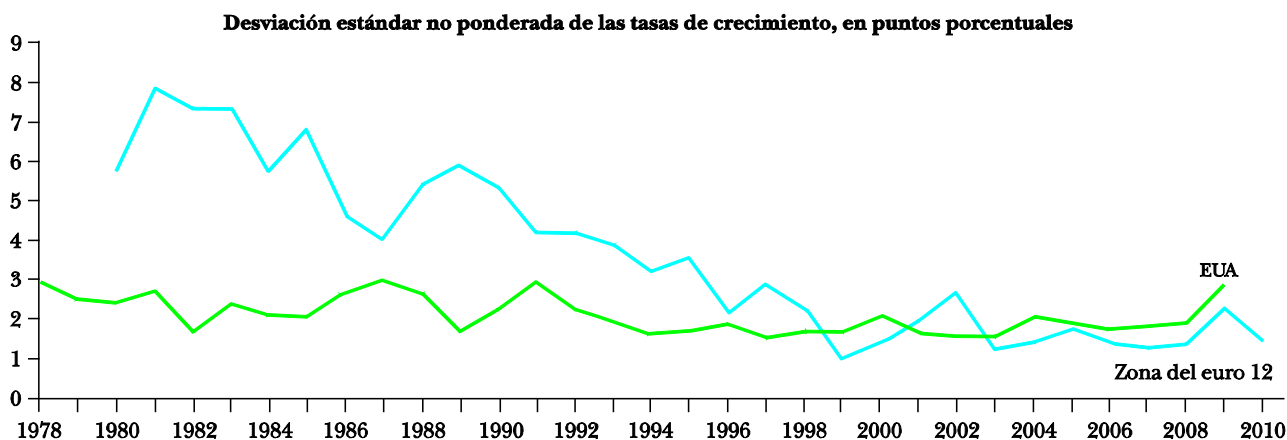
los *Grandes Lagos*, fueron testigos de un prolongado periodo de crecimiento por debajo del promedio. El desempeño por debajo del promedio de la región –y las tasas de crecimiento particularmente débiles de los estados de Michigan y Ohio– tienen relación con la fuerte dependencia de la región de las actividades manufactureras. Los cambios estructurales en la economía estadounidense hacia el sector de servicios ha reducido gradualmente el valor agregado de las actividades manufactureras en relación con el PIB, y esto trajo consecuencias para las áreas con una alta concentración de compañías dedicadas a las industrias manufactureras diferentes de las tecnologías de información y comunicación. Durante la crisis, el crecimiento del PIB en la región de los *Grandes Lagos*, que estaba por debajo del promedio antes del inicio de la crisis, siguió de la misma forma.

Del mismo modo, durante la última década, algunos países de Europa –Portugal, por ejemplo– han experimentado un crecimiento persistentemente bajo con respecto al promedio de la zona del euro debido a la rigidez estructural que ahora están intentando resolver.

Hace apenas unos años, el grupo de países con un crecimiento bajo incluía a Alemania –apodada “el hombre enfermo de Europa” en ese tiempo. Sin embargo, ahora Alemania es un ejemplo de cuán grandes pueden ser los dividendos de la reforma si se hace del ajuste estructural una prioridad estratégica y si se lo implementa con suficiente paciencia.

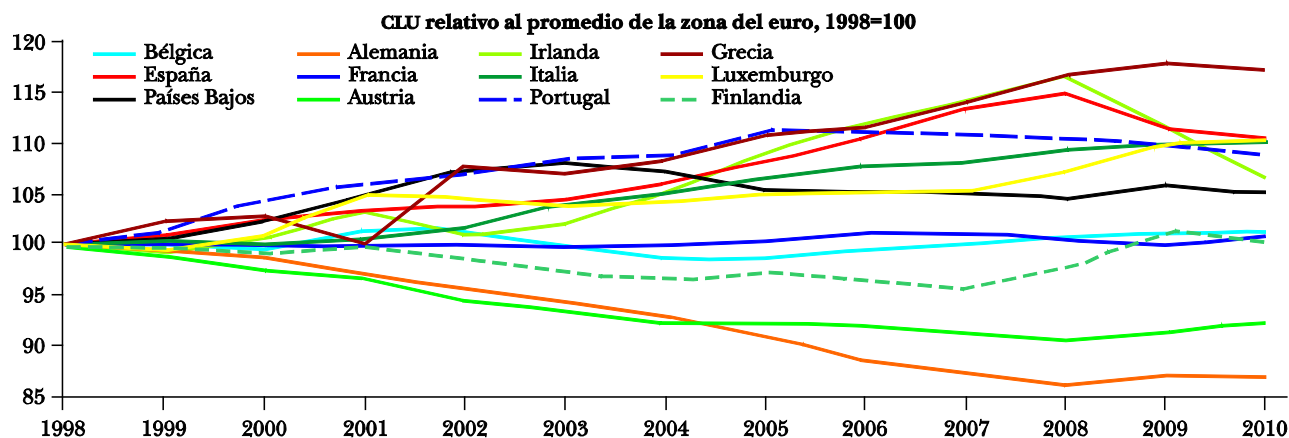
El efecto de la crisis en las diferentes economías de la zona del euro sigue un patrón similar al efecto en estados comparables de Estados Unidos. Los países de la zona del euro que han sido golpeados de manera más fuerte por la crisis

GRÁFICA III. DISPERSIÓN DEL COSTO LABORAL UNITARIO, 1978-2010



FUENTES: Comisión Europea, US Bureau Labor Statistics y US Bureau of Economic Analysis

GRÁFICA IV. DINÁMICA DEL COSTO LABORAL UNITARIO EN LA ZONA DEL EURO, 1998-2010



FUENTE: Comisión Europea.

NOTA: Los CLU se calculan como el coeficiente entre la compensación por empleado y el PIB real por persona empleada.

son aquellos en los cuales se desataron desequilibrios a causa de grandes burbujas de activos o porque no se abordaron los problemas estructurales. Esos países que todavía tienen que implementar reformas estructurales de mayor alcance, también tienen perspectivas de crecimiento relativamente bajas después de la crisis. Estas tasas de crecimiento relativamente bajas están vinculadas a un deterioro en la competitividad motivado, por ejemplo, por costos laborales unitarios que constantemente están por encima del promedio.

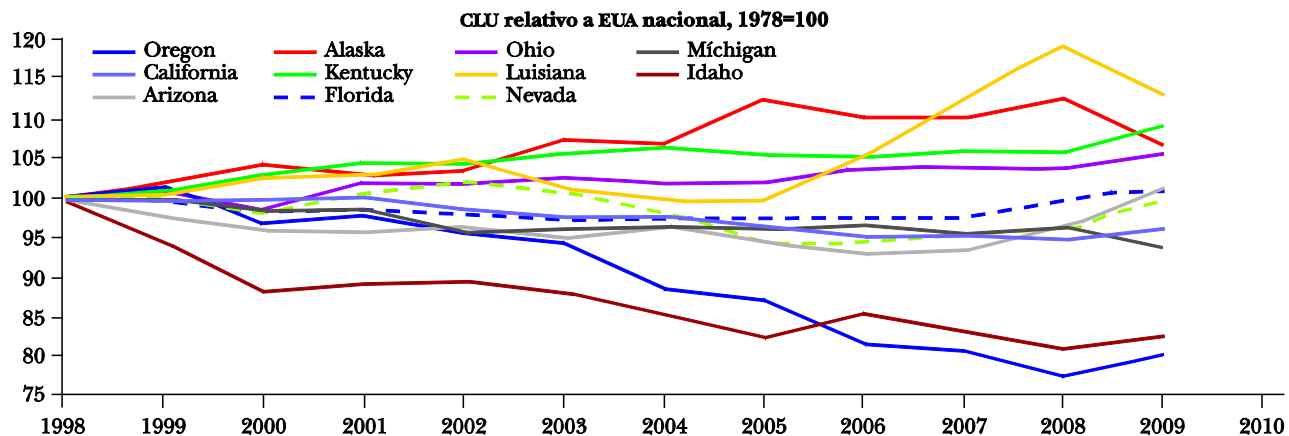
Precisamente con respecto a la evolución del costo laboral unitario, tan importante para el crecimiento, la dispersión tanto antes como durante la crisis fue bastante similar en la zona del euro y en Estados Unidos.

Al mismo tiempo, vale la pena señalar que ambas áreas monetarias abarcan a regiones donde el crecimiento del costo laboral unitario está

persistentemente por encima o por debajo del promedio. De nuevo, si se dejan de lado a los países que se integraron más recientemente a la zona del euro, Grecia, Portugal e Irlanda, en particular, han perdido progresivamente competitividad vis a vis con respecto a sus principales socios comerciales de la zona del euro. Ahora están tratando de ponerse al día implementando estrategias de ajuste. En contraste, Alemania, que había perdido competitividad durante el proceso de reunificación, ha sido capaz de restablecer esa competitividad durante el mismo periodo.

En Estados Unidos se observan similares pérdidas y ganancias persistentes en los costos laborales unitarios. La observación de los límites superior e inferior del espectro para los estados de Estados Unidos durante el mismo periodo, al igual que en la zona del euro, revela que algunos

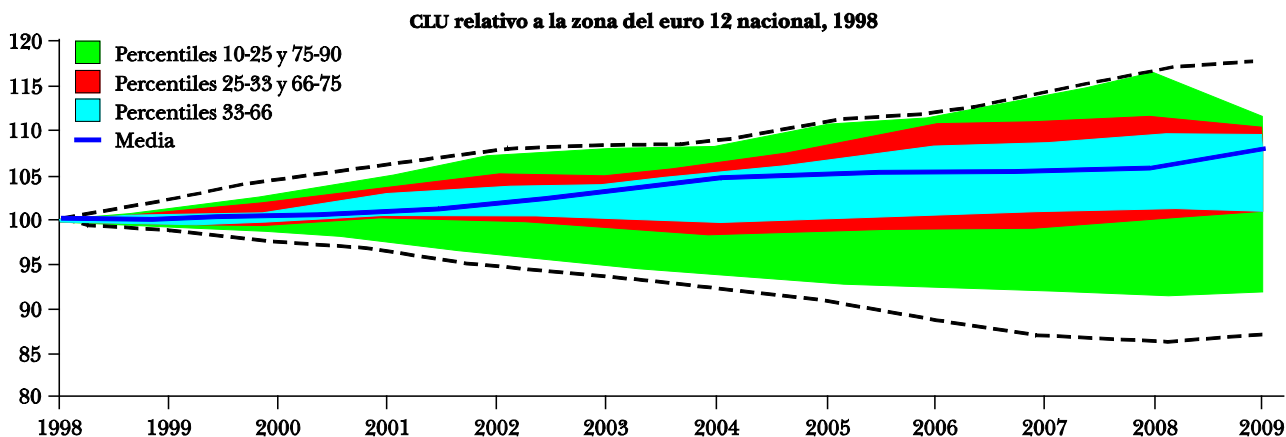
GRÁFICA V. DINÁMICA DEL COSTO LABORAL UNITARIO EN ESTADOS UNIDOS, 1998-2010



FUENTE: US Bureau of Economic Analysis.

NOTA: Los CLU se calculan como el coeficiente entre la compensación por trabajador no de granja y el PIB real por persona empleada.

GRÁFICA VI. DINÁMICA DEL COSTO LABORAL UNITARIO (CLU) EN LA ZONA DEL EURO, 1998-2009



FUENTE: Comisión Europea.

NOTA: Los CLU se calculan como el coeficiente entre la compensación por empleado y el PIB real por persona empleada.

estados han experimentado incrementos grandes o persistentes en los costos laborales unitarios, y que actualmente exceden del promedio nacional hasta en un 20%. Otros estados han mejorado su competitividad en los costos laborales vis a vis el promedio nacional durante la última década. En resumen, existen fuertes indicios de que la diversidad económica en la zona del euro y en Estados Unidos no ha sido significativamente diferente en los últimos 12 años.

La observación de que las economías continentales muy grandes, del tamaño de Estados Unidos o de Europa sean probable y necesariamente diversas no debería ser un motivo de complacencia. El hecho de que las economías avanzadas con más de 300 millones de personas muestren una tendencia a ser significativamente diversas exige de un sólido marco de buen gobierno económico y explica la razón por la cual

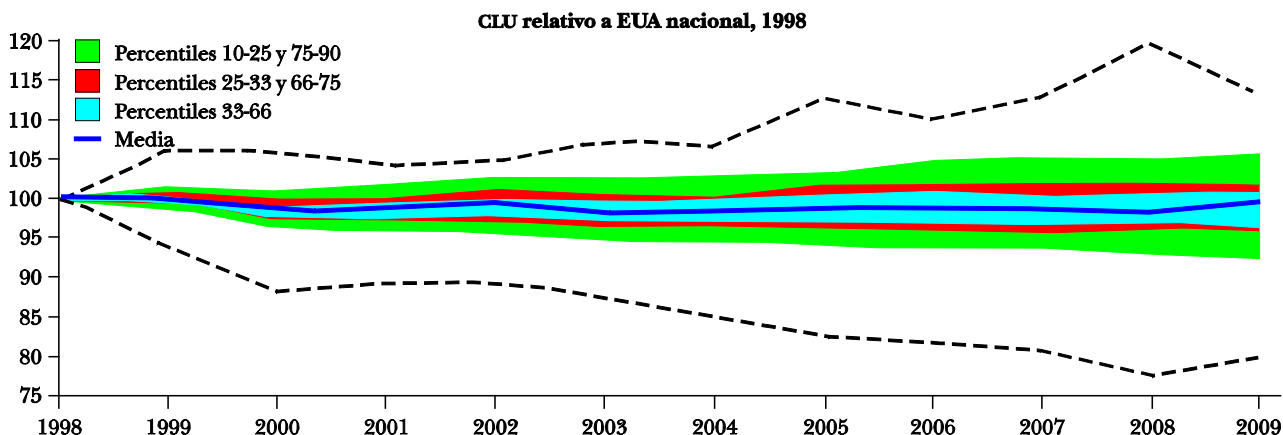
el Consejo de Gobierno del BCE ha sido tan insistente en este tema desde el inicio de la creación de la zona del euro.

Y esta diversidad inherente a las economías avanzadas de gran tamaño es una razón adicional para comprometerse con firmeza con las reformas estructurales que permitirían acelerar la conclusión de un mercado europeo único en todos los sectores, para mejorar el potencial de crecimiento de cada economía europea individual y de la zona del euro en su conjunto.

V. Determinar las prioridades para el crecimiento a largo plazo

Volvamos a nuestro tema central –*Cómo establecer las prioridades para el crecimiento a largo plazo.* Permítanme hacer algunas sugerencias –tres para

GRÁFICA VII. DINÁMICA DEL COSTO LABORAL UNITARIO (CLU) EN ESTADOS UNIDOS, 1998-2009



FUENTE: US Bureau of Economic Analysis.

NOTA: Los CLU se calculan como el coeficiente entre la compensación por trabajador no de granja y el PIB real por persona empleada.

ser preciso. La primera, una prioridad abrumadora –especialmente para la zona del euro– es la implementación vigorosa de las *reformas estructurales*. La segunda prioridad, que de ninguna manera es ajena a la primera, es la atención continua a los *desequilibrios tanto externos como internos*. La prioridad final es una mayor *flexibilidad* por parte de las instituciones a cargo de las políticas. Hablaremos de cada una de ellas, con un énfasis particular en la zona del euro.

En primer lugar, *las reformas estructurales*. Anteriormente señalamos la primacía de las *instituciones* en la teoría moderna del crecimiento. Es esencial contar con instituciones sólidas para alentar una economía flexible, de vanguardia y basada en el conocimiento. Existen pruebas sustanciales a partir de estudios a nivel de industria sobre la regulación así como a nivel de empresas individuales sobre la dinámica del desempeño de las empresas que confirman la necesidad de un entorno propicio para generar el crecimiento productivo.¹⁷

Douglas North definía a las instituciones como ... *las reglas del juego de una sociedad... las restricciones humanamente concebidas que dan forma a la interacción humana*.¹⁸ Y como se trata de *restricciones humanamente concebidas* (en lugar de restricciones exógenas geográficas o climáticas), su mayor impacto es por medio de la fijación de incentivos.¹⁹

Y se puede ver que los desafíos que restan para muchas de las economías avanzadas son los siguientes:

- La regulación del empleo necesita ayudar más proactivamente a los trabajadores externos, a los que tienen menos habilidades, a los jóvenes y a los más viejos.
- En Europa, se necesita avanzar en la implementación de un mercado único, especialmente en el área de servicios.²⁰
- Los sistemas de impuestos, prestaciones y pensiones no deberían desalentar la participación

¹⁷ Nicoletti y Scarpetta (2003), y Bartelsman *et al.* (2005).

¹⁸ North (1990).

¹⁹ North (1981).

²⁰ Por ejemplo, el sector de servicios representa más del 70% del PIB pero solo el 20% del comercio interno de la Unión Europea. Es inevitable cierto sesgo nacional en la prestación de servicios, pero esta brecha sugiere que hay una considerable cantidad de rentas locales que se extraen a expensas de los consumidores.

laboral ni crear incentivos débiles para la inversión y la innovación.

- La distribución de la riqueza y el bienestar económico general necesitan garantizar algún tipo de equilibrio social aceptable.

En los últimos tiempos se han sugerido e implementado numerosas propuestas de medidas de refuerzo. La más conocida es la Estrategia de Lisboa del Consejo Europeo para el Crecimiento y el Empleo, seguida por la Estrategia Europa 2020.²¹ La última es la agenda que la Unión Europea y sus estados miembros han fijado para ayudar a Europa a recuperarse de la crisis y para salir más fortalecida de la misma, tanto internamente como a nivel internacional.²² La agenda fija una serie de metas para la Unión Europea para el año 2020 relacionadas con el empleo, investigación y desarrollo, energía y educación.

La agenda pone especial énfasis en las reformas estructurales de los mercados laborales y de servicios. Estos dos mercados siguen estando sobrerregulados y, dada su dimensión no transable, no están directamente sujetos a las fuerzas competitivas que se originan desde dentro y desde fuera de los mercados únicos.²³ A nivel de la Unión Europea, se reconoce la necesidad y la forma que deberían adoptar las reformas estructurales, pero está lejos de cerrarse la brecha entre la conciencia de la necesidad de la reforma y su implementación.

Dicho esto, nos vendría bien comprender por qué los sistemas políticos se atienen a estructuras ineficientes, distorsionantes y se resisten a las alternativas más eficientes. ¿Las reformas estructurales implican una curva J de ganancias a largo plazo pero un esfuerzo a corto plazo que afectaría a los procesos de toma de decisión en nuestras democracias? ¿Los intereses creados bloquean el cambio de manera estratégica y sistemática?

La segunda prioridad es la *vigilancia contra los desequilibrios*. En el último simposio Jackson Hole me referí a los riesgos que conllevan los

²¹ Por ejemplo: Comisión Europea (2002, 2005a, 2005b, 2010), Fondo Monetario Internacional (2004), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (1997, 2003, 2006).

²² Consejo Europeo (2010).

²³ La valoración macroeconómica de las ganancias que podrían lograrse en la zona del euro a partir de una mayor competencia y de otras reformas estructurales puede encontrarse, por ejemplo, en Bayoumi *et al.* (2004), Ebbinghaus y Eichhorst (2006), Jacobi y Kluve (2006), Gomes *et al.* (2011).

desequilibrios globales crónicos y los costos que implica deshacerse del excesivo apalancamiento privado, y de las posiciones fiscales y comerciales no sustentables. El establecimiento de préstamos más razonables, la reestructuración y fortalecimiento de los balances generales de las empresas, de los hogares y de los gobiernos de manera ordenada sigue siendo la clave para un crecimiento global continuo y sin inconvenientes. Los bancos centrales no son inmunes a todo esto. Las tensiones en los mercados financieros y los graves desequilibrios globales intensifican la incertidumbre, y por lo tanto, desafían profundamente la implementación de políticas monetarias.

Precisamente estos peligros justifican el marco del Proceso de Evaluación Mutua del G20. Los indicadores representativos –acordados en febrero de este año– identifican los desequilibrios en las posiciones privadas, públicas y externas como los principales culpables en la prevención del crecimiento global equilibrado, y como un aporte clave para dar forma a las políticas correctivas. Visto desde esta perspectiva, el éxito económico de un país debería juzgarse también con base en estos indicadores y no solo con base en las cifras de crecimiento de los últimos años.

Sin embargo, otro desequilibrio –que ha tomado importancia después de la turbulencia financiera– es el *desequilibrio de ingresos*. Naturalmente, los extremos de desigualdad de ingresos y oportunidades restringidas ponen a prueba nuestros valores y someten a tensión al tejido de nuestras sociedades.

En pocas palabras, el crecimiento sesgado para unos pocos (o ausente para una gran minoría) corre el riesgo de provocar tensiones sociales, debilita a las instituciones y fomenta las fallas en las políticas en un sentido u otro. Las reformas estructurales, particularmente en forma de capacitación, mejoras en la equiparación de las habilidades de las personas con las tareas requeridas, con la provisión de flexibilidad e incentivos para la creación de empleos y la innovación, siguen siendo las mejores opciones de política para fomentar el crecimiento equilibrado; además, un entorno de inflación baja y creíble es también el mejor entorno para fomentar los asuntos desde la perspectiva de la banca central.

Finalmente, una prioridad para el crecimiento a mediano y a largo plazo es que *nuestras instituciones a cargo de las políticas sigan actuando en consonancia con un entorno de cambio permanente*. En los últimos años hemos visto cómo perduran formuladores de políticas de la cuasi-incertidumbre

knightiana y con qué audacia han respondido. El BCE fue uno de los primeros bancos centrales en reaccionar ante el estallido de la turbulencia financiera en agosto de 2007 brindando liquidez a las instituciones en tensión. Otro ejemplo de flexibilidad de nuestro banco, y de manera más general de la comunidad bancaria son los acuerdos de canje con otros bancos centrales como un ejemplo de los medios internacionalmente coordinados para responder de manera rápida a la crisis.

Desde entonces, actuamos con lo que anteriormente llamé (aquí en Jackson Hole) un *estado de alerta creíble*.²⁴ Esto incluye tanto la implementación de políticas monetarias no estándar como de nuestra política de tasas de interés. La política de tasa de interés depende de la perspectiva de estabilidad de los precios. El uso de medidas no estándar depende del funcionamiento de la transmisión de la política monetaria y debe ser conmensurado con el nivel de malfuncionamiento o de desbaratamiento de los mercados financieros y monetarios y de segmentos de mercados. Nuestras medidas no estándar de ninguna manera afectan nuestra capacidad de fijar nuestra política monetaria para ofrecer estabilidad de precios a mediano plazo.

A pesar de todas las subas y bajas de los últimos años, nuestro desafío fundamental sigue siendo el mismo de siempre: generar un crecimiento fuerte, sustentable, equilibrado, no inflacionario. La credibilidad y la orientación a mediano plazo de la política monetaria brindan, cada vez que sea necesario, el alcance y la flexibilidad para abordar varios tipos de choques graves. A largo plazo, el compromiso con la estabilidad de precios ancla las expectativas, mejora el funcionamiento de los mecanismos de precio, reduce los costos de las transacciones, protege a los ahorristas y reduce la incertidumbre. A esto me refería al comienzo cuando mencioné que la teoría y la práctica de la elaboración de políticas monetarias tenían paralelo con los desarrollos de la teoría del crecimiento –principalmente porque ahora se considera que ambas dependen de la calidad institucional.

VI. Conclusiones

Para concluir: el crecimiento está orientado en

²⁴ “Monetary Policy and Credible Alertness”, J. C. Trichet, Simposio Jackson Hole, agosto de 2005.

última instancia por el progreso técnico. Esto es especialmente importante donde hay factores demográficos limitantes. En la zona del euro, hay una amplia dimensión para obtener ganancias eficientes a partir de los cambios tecnológicos ya existentes y futuros dadas las reformas estructurales y la implementación más controlada de la agenda de políticas existente. La notable resiliencia del mercado laboral alemán durante los últimos años,²⁵ donde la moderación de los salarios y el horario flexible protegieron a la economía de la destrucción del empleo, ilustra admirablemente la promesa de las reformas bien estructuradas.

Si bien ha habido mejoras en la zona del euro en los últimos años, existe también evidencia de la existencia de barreras regulatorias y basadas en los mercados para ingresar a profesiones selectas, lo cual debería corregirse activamente.

Las reformas estructurales –la recapacitación, la mejora en la equiparación de las habilidades de las personas con las tareas requeridas, la provisión de flexibilidad e incentivos para la creación de empleos y la innovación– siguen siendo las mejores opciones de políticas para fomentar el crecimiento equilibrado, y un entorno de inflación baja y creíble sigue siendo el mejor entorno para fomentar los asuntos desde la perspectiva de los bancos centrales.

Del mismo modo, la vigilancia para evitar los desequilibrios de ahorros y de comercio en toda la economía global es una preocupación fundamental. Si no se controlan o se alejan racionalmente, estos desequilibrios hacen que nuestras frágiles e interconectadas economías sean más frágiles y más propensas al riesgo. Hemos visto con qué rapidez se pueden transmitir los impulsos negativos a través de la economía global y cómo estos pueden arrastrar hacia abajo a la actividad económica. La vigilancia implica vigilancia. He aprendido en los debates sobre desequilibrios globales y sobre los canales de transmisión financiera –la mayoría de estos debates realizados aquí en Jackson Hole– que las mejoras apropiadas en los marcos reguladores y de supervisión multilateral pueden redituarse en importantes ganancias. Deberíamos trabajar duro para mantener este dinamismo.

²⁵ Por ejemplo, Arpaia y Mourre (2011), Boysen-Hogrefe y Groll (2011), y Burda y Hunt (2011).

Referencias

- Acemoglu, D., P. Aghion y F. Zilibotti (2006), “Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 4, núm. 1, pp. 37-74.
- Arpaia, A., y G. Mourre (2011), “Institutions and performance in European labour markets: Taking a fresh look at evidence”, *Journal of Economic Surveys*, de próxima publicación.
- Banco Central Europeo (2006), *Competition, Productivity and Prices in the euro area services sector*, Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks (Occasional paper, núm. 44).
- Bayoumi, T., D. Laxton, y P. Pesenti (2004), *Benefits and Spillovers of Greater Competition in Europe: A Macroeconomic Assessment*, Banco Central Europeo, Fráncfort (Working Paper, núm. 341).
- Boysen-Hogrefe, J., y D. Groll (2011), “The German Labour Market Miracle”, *National Institute Economic Review*, vol. 214, núm. 1, pp. R38-R50.
- Burda, M. C., y J. Hunt (2011), *What Explains the German Labor Market Miracle in the Great Recession?*, NBER (Working Paper, núm. 17187).
- Comisión Europea (2002), “Better Functioning Labor and Product Markets”, en *European Economy*, capítulo 3, núm. 6/2000, Comisión Europea, Bruselas.
- Comisión Europea (2005a), “Working for Growth and Jobs: Next Steps in Implementing the Revised Lisbon Strategy”, Commission Staff (Working Paper, núm. 622/2).
- Comisión Europea (2005b), *Working together for Growth and Jobs. A new start for the Lisbon Strategy*, comunicación al Consejo Europeo de Primavera.
- Comisión Europea (2010), *Europe 2020: A European Strategy for Smart, Sustainable and Inclusive Growth*, comunicación de la Comisión Europea al Consejo Europeo, arch.
- Consejo Europeo (2010), *Conclusiones del Consejo Europeo*, del 17 de junio.
- Crafts, N. (2008), *What Creates Multi-Factor Productivity?*, Paper for the joint ECB, Banque de France and The Conference Board conference “The Creation of Economic and Corporate Wealth in a Dynamic Economy”, Fráncfort, enero; disponible en: <http://www.ecb.int/events/conferences/html/cecwe.en.html>.
- Ebbinghaus, B., y W. Eichhorst (2006), *Employ-*

- ment Regulation and Labor Market Policy in Germany, 1991-2005*, IZA, diciembre (Discussion Paper, núm. 2505).
- Fondo Monetario Internacional (2004), *World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms*, Washington, abril.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic backwardness in historical perspective*, Belknap Press of Harvard University Press.
- Gomes, S., P. Jacquinot, M. Mohr y M. Pisani (2011), *Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: a model-based assessment*, Banco Central Europeo, Fráncfort (Working Paper, núm. 1323).
- Gómez-Salvador, R., A. Musso, M. Stocker y J. Turunen (2006), *Labour productivity developments in the euro area*, Banco Central Europeo (Occasional Paper, núm. 53).
- Jacobi, L., y J. Kluve (2006), *Before and After the Hartz Reforms: The Performance of Active Labour Market Policy in Germany*, IZA, abril (Discussion Paper, núm. 2100).
- Klump, R., P. McAdam y A. Willman (2007a), "Factor Substitution and Factor Augmenting Technical Progress in the US: A Normalized Supply-Side System Approach", *Review of Economics and Statistics*, vol. 89, núm. 1, pp. 183-192.
- Klump, R., P. McAdam y A. Willman (2007b), "The Long-Term SucCESs of the Neo-Classical Growth Model", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 23, núm. 1, pp. 94-114.
- Kok, W. *et al.* (2004) *Facing the Challenge: The Lisbon strategy for growth and employment*, Comisión Europea.
- La Grandville, O. de. (2009), *Economic Growth: A Unified Approach*, Cambridge University Press.
- Nicoletti, G., y S. Scarpetta (2003), *Regulation, productivity, and growth: OECD evidence*, Banco Mundial (Policy Research Working Paper Series, núm. 2944).
- North, D. (1981), *Structure and Change in Economic History*, Norton.
- North, D. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (1997), *OECD Report on Regulatory Reform*, OCDE, París.
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2003), *The Sources of Economic Growth in OECD Countries*, OCDE, París.
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2006), *Economic Policy Reforms: Going for Growth*, OCDE, París.
- Romer, P. M (1990), "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, vol. 98, núm. 5, pp. S71-102.
- Sapir, A. *et al.* (2003) *An Agenda for a Growing Europe*; disponible en: (<http://www.euractiv.com/ndbtext/innovation/sapirreport.pdf>).
- Serafini, R., R. Strauch y M. Schiffbauer (2011), *The impact of ICT and human capital on TFP - implications for recent EMU and US growth differences*, Banco Central Europeo, Fráncfort (Working Paper de próxima publicación).
- Solow, R. M. (1956), "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, núm. 1, pp. 65-94.
- Solow, R. M. (1957), "Technical change and the aggregate production function", *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, núm. 3, pp. 312-320.
- Sondermann, D. (2011), *Productivity in the Euro Area: Any Evidence of Convergence?*, texto mimeografiado, Banco Central Europeo.

Gestión de la entrada de capitales: ¿qué herramientas usar?*

*Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven,
Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne*

I. Introducción

Las economías de mercados emergentes (EME) cada vez enfrentan más retos para administrar la fuerte recuperación de la entrada de capitales desde su interrupción súbita a finales de 2008 y principios de 2009. La recuperación definitivamente no ha sido uniforme en todos los países o regiones y no todos los tipos de entradas se han recuperado –las entradas de capital a los bancos y los flujos hacia los países emergentes de Europa se han rezagado. Pero en varios países emergentes de Asia y América Latina, los formularios de políticas están preocupados de que el ritmo de las entradas de capital esté ejerciendo presiones crecientes sobre las monedas (lo cual, si no es sostenido, crea perturbaciones económicas cuando los tipos de cambio bajan, dada la erosión de la competitividad y el riesgo cambiario en algunos balances generales), y la inflación de los precios de los créditos y los activos que podrían no ser sostenibles y podrían amplificar las fragilidades financieras en el futuro. Las discusiones se han centrado en el manejo de *oleadas* de entradas de capital, en reconocimiento de los amplios beneficios a mediano y largo plazo de la integración

financiera mundial sobre el crecimiento económico y la distribución de riesgos.

En una nota anterior (Ostry *et al.*, 2010), establecimos un conjunto de circunstancias bajo las cuales los controles de capital –con lo cual queremos decir medidas restrictivas que discriminan con base en el lugar de residencia de las partes de una transacción de capital– podrían de manera útil formar parte de la respuesta de política ante la oleada de entradas de capital. Demarcamos un papel para los controles de capital para apoyar las metas macroeconómicas por un lado y la estabilidad financiera, por el otro. Como respuesta a los riesgos macroeconómicos de oleadas de entradas de capital, los países primero necesitan (antes de tener que utilizar controles) permitir que el tipo de cambio alcance un nivel que sea consistente, sobre una base multilateral, con fundamentos a mediano plazo; acumular reservas a un nivel que sea consistente con métricas de aseguramiento de los países; y asegurar que la mezcla de políticas internas (políticas monetarias y fiscales) sea consistente con el equilibrio interno y una ruta sostenible para la deuda pública. Más allá de las consideraciones macroeconómicas, nuestra publicación anterior simplemente hacía notar que los controles de capital también podrían ayudar a aliviar las preocupaciones relacionadas con la estabilidad financiera junto con las herramientas prudenciales y reglamentos nacionales. Nuestro artículo enfatizaba que cuando los controles de capital se justifican a nivel de país, estos también están sujetos a limitaciones multilaterales para asegurar que los flujos no sean desplazados hacia naciones menos capaces de absorberlos. Además subrayamos que existen

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo *Managing Capital Inflows: What Tools to Use?*, de J. D. Ostry, A. R. Ghosh, K. Habermeier, L. Laeven, M. Chamon, M. S. Qureshi y A. Kokenyne. El artículo original fue publicado como FMI Staff Discussion Note, SDN/11/06, 5 de abril de 2011. Los autores agradecen a Chikako Baba, Nicolas Eyzaguirre, Thomas Philippon, Rodrigo Valdés y José Viñals, por sus útiles comentarios e insumos. Dan las gracias en particular a Olivier Blanchard por su orientación en este proyecto.

costos asociados con el uso de controles de capital, y que la evidencia sobre su eficacia en influenciar el volumen de flujos agregados es mixta.

Con base en nuestra contribución anterior, esta nota elabora considerar: cómo los razonamientos macroeconómicos y de estabilidad financiera para los controles de capital calzan juntos, qué combinación de medidas y controles prudenciales se deberían poner en operación contra los diferentes riesgos que podrían atraer súbitos ingresos de capital y cómo se deberían diseñar específicamente los controles para alcanzar mejor las metas de eficiencia y eficacia. Dejamos de lado el papel posible de las políticas estructurales –que son un elemento crítico del paquete de herramientas en la medida en que apuntalan la absorción y la intermediación efectiva de la entrada de capitales sin amplificar las fragilidades financieras– debido a que su aplicación toma tiempo y no puede cambiarse rápidamente en respuesta a oleadas de entradas de capital. El siguiente análisis se limita a políticas que son más adecuadas para la aplicación a corto plazo. Al igual que en nuestra nota anterior, esta discusión se suscribe únicamente al uso de controles para la entrada de capitales, no incluye controles a las salidas de capital (aunque reducir los últimos –como lo ha hecho, por ejemplo, Sudáfrica desde finales de 2009– podría ayudar a reducir las entradas de capital netas) y en general se enfoca en las EME con cuentas de capital mayormente abiertas que podrían estar contemplando utilizar controles marginales a la luz de un aumento súbito en la entrada de capitales.

Nuestras conclusiones, basadas tanto en consideraciones analíticas como en la evidencia de varios países, son:

- En primer lugar, los controles de capital podrían ser útiles para lidiar tanto con las preocupaciones macroeconómicas como con las de estabilidad financiera cuando hay oleadas de entradas de capital pero, sin importar su propósito, los países primero deberían agotar las opciones de política macro antes de aplicar controles de capital (o medidas prudenciales que actúen como controles). La respuesta de la política macro debe tener primacía tanto por su importancia en ayudar a mitigar las oleadas de entradas de capital como porque asegura que los países actúen de manera multilateralmente consistente y no opten por los controles como sustituto de los ajustes de política que sean necesarios de realizar.

- En segundo lugar, aunque las regulaciones prudenciales y los controles de capital pueden ayudar a reducir la acumulación de vulnerabilidades en los balances generales y la aparición de auges de crédito, ambos inevitablemente crean distorsiones –reduciendo algunos flujos financieros buenos junto con los malos– y existen formas de evitarlos. Las herramientas prudenciales que funcionan para limitar directamente la entrada de capitales –que actúan entonces como controles de capital– también pueden tener implicaciones multilaterales adversas, y no deberían ser utilizadas como sustituto de políticas macroeconómicas. Por lo tanto, no existe una clasificación clara de bienestar entre los instrumentos, y es necesario adoptar un enfoque pragmático que tome en consideración todos los riesgos y las distorsiones pertinentes. Las medidas prudenciales no discriminatorias que fortalecen la resiliencia del sistema financiero siempre son apropiadas.

- Tercero, las medidas deberían ser dirigidas a los riesgos específicos presentes. Cuando la entrada de capitales es intermediada principalmente a través del sistema financiero regulado, las herramientas prudenciales pueden servir como instrumento principal, posiblemente apoyadas por controles sobre la afluencia de flujos bancarios relativamente riesgosos. Cuando la entrada de capitales bordea los mercados e instituciones regulados (por ejemplo, porque las entidades nacionales reciben préstamos directamente del extranjero), y si el perímetro de la regulación no puede ser ampliado suficientemente rápido o efectivamente, entonces las regulaciones prudenciales tendrán poco efecto y los controles de capital podrían ser la única opción. En algunos casos, una combinación de regulación prudencial y controles de capital reducirán la evasión y las distorsiones.

- En cuarto lugar, diseñar controles que sean eficaces y eficientes requiere de ajustarlos a las circunstancias del país. Cuando la entrada de capitales está principalmente causando preocupaciones macro, los controles deberían tener una cobertura amplia, por lo general, basados en precios, y solo deberían imponerse cuando se espera que las entradas sean temporales (aunque esto no impide que se mantenga la capacidad administrativa de aplicar controles a las entradas de capital en su lugar). Cuando la entrada de capitales causa mayormente preocupaciones

relacionadas con la estabilidad financiera, los controles pueden dirigirse de manera estrecha hacia las entradas de capital más riesgosas, e incluir medidas administrativas, y pueden ser utilizados contra olas más persistentes de entradas de capital. Aún en el caso de los controles dirigidos, estos deberían ser diseñados con la intención de cerrar los portillos que permiten otros canales de entrada, incluidos los mercados de derivados. Finalmente, la capacidad administrativa de las diferentes agencias, las restricciones institucionales y legales, así como otros factores específicos al país, podrían influenciar el diseño de las medidas.

No hace falta decir que no existe un enfoque único para el diseño de controles de capital, y que lo que emerge de nuestro análisis es un conjunto de consideraciones relacionadas con el diseño como función de los tipos de entradas de capital y de los riesgos económicos que presentan, así como una gama de factores institucionales y de otro tipo. En la sección II, vemos como el caso de los controles de capital depende de las posibles tensiones entre el riesgo macroeconómico y el de estabilidad financiera. En la sección III, describimos un paquete de herramientas potenciales (dejando de lado las políticas macro y cambiarias discutidas en la nota anterior) para mitigar los riesgos asociados con las olas de entradas de capitales. La sección IV discute cómo se deben asignar los instrumentos de política para lidiar con los diferentes riesgos. La sección V presenta algunos datos estilizados sobre la eficacia de las diferentes medidas para mitigar los riesgos de las olas de entradas de capital. La sección VI analiza el diseño de los propios controles de capital mediante el examen de, entre otros, las ventajas y desventajas de las medidas administrativas y de precio, las medidas amplias versus las dirigidas, y el papel de asuntos legales, administrativos y de evasión. La sección VII contiene las conclusiones.

II. ¿Cómo se relacionan las consideraciones macro y de estabilidad financiera?

Para discutir el papel de los controles de capital, es crítico tener en cuenta la perspectiva de que, mientras que las olas de entrada de capitales presentan una serie de desafíos, la integración financiera internacional es fundamentalmente beneficiosa para los países de mercados emer-

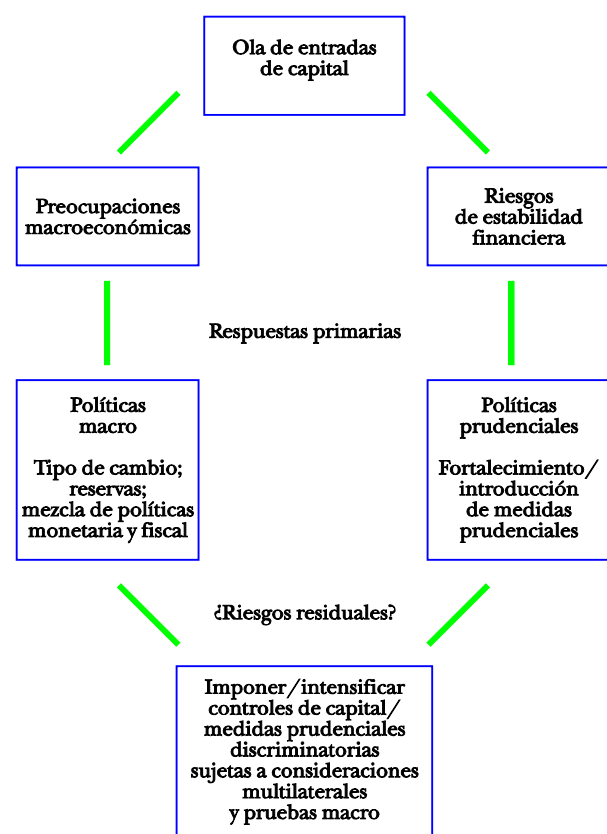
gentes, ya que disminuye las limitaciones de financiamiento para proyectos de inversión productiva, promueve la diversificación del riesgo de inversión, fomenta el comercio intertemporal y contribuye al desarrollo de mercados financieros (ver Dell' Ariccia *et al.*, 2008).¹ Las olas de entradas de capital, sin embargo, requieren de una respuesta apropiada de la política porque pueden conducir a un sobrecalentamiento de la economía, a una apreciación excesiva, o a presiones en sectores particulares de la economía (como auges de créditos sectoriales y burbujas de precios de los activos). Las herramientas de política para lidiar con las oleadas de entradas de capital consisten en políticas macroeconómicas y medidas prudenciales, y una de las lecciones clave de la crisis es que la última parte del paquete de herramientas es al menos tan importante como la primera. Además, y bajo ciertas condiciones, los controles de capital podrían formar parte de la caja de herramientas de las políticas.

El diagrama 1 resume el flujograma propuesto en Ostry *et al.* (2010) para ofrecer alguna orientación acerca de cuándo se puede apelar a los controles de capital de manera útil para manejar los riesgos de olas de entradas de capital. El diagrama tiene dos ramas: la macroeconómica y la de estabilidad financiera. Las preocupaciones macroeconómicas se centran en el impacto de las entradas de capital agregadas sobre la apreciación del tipo de cambio, pero también incluyen temas relacionados con la inflación y el sobrecalentamiento de la economía. Las preocupaciones relacionadas con la estabilidad financiera abarcan los riesgos que presentan los auges de crédito generalizados y los incrementos de precios de varias clases de activos (auges macro, en lugar de sectoriales), o a las vulnerabilidades de los balances generales sectoriales y los incrementos de los precios de activos individuales, pero sistémicamente importantes, (por ejemplo, vivienda). Las vulnerabilidades de los balances generales incluyen aquellos de los bancos o entidades no financieras (empresas, hogares): estructuras riesgosas de pasivos externos (por

¹ Una oleada de entrada de capitales ha sido definido típicamente en la literatura como una entrada neta inusualmente grande (ver, por ejemplo, Cardarelli *et al.*, 2007); donde inusualmente grande quiere decir una separación significativa (por ejemplo, de una desviación estándar) de la tendencia a largo plazo. Pero en vista de que la tendencia por lo general se calcula utilizando filtros de dos lados (pasado y futuro), estas definiciones podrían tener un uso operativo limitado.

ejemplo, sobredependencia del financiamiento a corto plazo de activos a largo plazo); exposición cambiaria descubierta; y, en el caso de los bancos, riesgo crediticio asociado con préstamos en moneda extranjera a prestatarios descubiertos. Como tales, los riesgos de estabilidad financiera podrían encontrarse en el sector financiero, el sector no financiero, o ambos. Aún más, las preocupaciones macro y de estabilidad financiera interactúan, donde la primera impacta al sector financiero y viceversa.

DIAGRAMA 1. USO DE CONTROLES DE CAPITAL CONTRA RIESGOS MACROECONÓMICOS Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA



Las principales respuestas de política para tratar los riesgos macroeconómicos y de estabilidad financiera son, respectivamente, las políticas macroeconómicas y las políticas prudenciales –precisamente las mismas políticas que serían utilizadas para lidiar con otros choques que enfrentan las economías, estén relacionadas o no con la entrada de capitales. Ambos conjuntos de políticas en general necesitan ser ajustados en respuesta a las olas de entradas de capital para asegurar el manejo efectivo de los riesgos macroeconómicos y de estabilidad financiera.

Los ajustes a la política macroeconómica, como se discutió en nuestra nota anterior, incluirían:

permitir que la moneda se fortalezca siempre y cuando no esté sobrevaluada; acumular reservas de moneda extranjera para contrarrestar la apreciación si la moneda está fuerte, y esterilizar la intervención si emergen preocupaciones inflacionarias; bajar las tasas de interés de política internas si la brecha del producto lo permite; y utilizar el ámbito disponible para endurecer la política fiscal. Una meta importante de todas estas dimensiones es tener métricas cuantitativas apropiadas para guiar las políticas. Los tipos de cambio, por ejemplo, deben ser evaluados sobre una base multilateral vis a vis sus fundamentos a mediano plazo, y tomar en consideración la probable evolución de estos fundamentos, así como la competencia de terceros países en el cálculo de los pesos del comercio del país socio (ver, por ejemplo, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, FMI *Occasional Paper* 261, 2008, para una discusión de varios enfoques analíticos para evaluar la consistencia de los tipos de cambio con los fundamentos).² La sobrevaluación evaluada, si va a ser relevante a la política, debería ser cuantitativamente significativa –especialmente dadas las incertidumbres asociadas con la estimación de *benchmarks* de monedas. De igual manera, las métricas de suficiencia de las reservas necesitan estar basadas en la probable evolución de las salidas de capital durante un evento de riesgo de cola –donde el último se calibra con la experiencia promedio del análisis comparativo entre países– y un análisis costo-beneficio de cómo las reservas pueden ayudar a suavizar el consumo a la luz de tales episodios (ver *Country Insurance*, FMI *Occasional Paper* 254, 2007, para una discusión analítica previa acerca de métricas de suficiencia de reservas). Y la mezcla de políticas internas debe ser evaluada contra la información cuantitativa disponible sobre la brecha del producto y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

² En el universo de los fundamentos, se debería también considerar el impacto de las entradas de capital posiblemente persistentes sobre el propio tipo de cambio de equilibrio. Cuando hay un cambio en la demanda de activos de un país por parte de inversionistas internacionales, la intervención esterilizada podría servir para satisfacer la demanda extranjera de activos en moneda local durante el período en que los inversionistas internacionales están ajustando sus carteras hacia acciones más altamente deseables. Aunque esto justifica la intervención en el caso de un cambio permanente en la demanda de activos en mercados emergentes, la intervención sólo debería ocurrir después de que el tipo de cambio se haya apreciado hasta su nivel multilateralmente consistente a mediano plazo.

En la siguiente sección discutimos los componentes principales de la caja de herramientas prudenciales (algunas de las cuales explícitamente restringen las transacciones entre residentes y no residentes, mientras que otras podrían tener el mismo efecto discriminatorio, aunque podrían no encajar con la definición estrictamente legal de un control de capital). En este punto, sólo mencionamos que los instrumentos prudenciales en general requieren ser fortalecidos para reducir los riesgos a la estabilidad financiera que plantean las olas de entradas de capital, pero las herramientas específicas que serán efectivas dependen de la naturaleza de los riesgos y las limitaciones institucionales del país. Dado que en general existirá una multiplicidad de riesgos, y que ningún instrumento individual tendrá tracción en contra de todas las preocupaciones en la mayoría de las situaciones del mundo real, se requerirá de múltiples instrumentos, aunque la mezcla podría variar por país.

¿Cuándo son apropiados los controles de capital (o las medidas prudenciales que actúan como tales)? Aquí recordamos el punto mencionado en nuestro artículo anterior. Los controles son parte de la caja de herramientas cuando se satisfacen ciertas condiciones macroeconómicas, y cuando las herramientas prudenciales no discriminatorias no tienen la fuerza de lidiar con los riesgos de estabilidad financiera. En la parte macro, los puntos relevantes son: el tipo de cambio está sobrevaluado sobre una base multilateral; el aumento en la acumulación de reservas sería indeseable (con base en el seguro de país o porque los costos de la esterilización son demasiado altos); la preocupación por el sobrecalentamiento impide suavizar la política monetaria, y no hay lugar para ajustes fiscales adicionales. Aún si las consideraciones macroeconómicas no ameritan la imposición de controles de capital, la preocupación por la estabilidad financiera sí podría, en vista de que la economía simplemente podría no ser capaz de absorber la ola de entradas de capital utilizando herramientas prudenciales convencionales (es decir, excluyendo los controles de capital).

En el diagrama 1, hemos presentado las políticas macro como la respuesta primaria ante los riesgos macro asociados con las olas de entradas de capital y las políticas prudenciales como primera línea de defensa contra los riesgos de estabilidad financiera. En realidad, existen efectos cruzados importantes. Una apreciación de la moneda podría ayudar a reducir la entrada de

capitales que está alimentando una burbuja en el sector inmobiliario (un riesgo para la estabilidad financiera, aunque muy probablemente con implicaciones macro). Por el contrario, un coeficiente préstamo a valor máximo reducido en el mercado hipotecario podría deflactar un auge inmobiliario alimentado por moneda extranjera, y la desaceleración resultante en el crecimiento del crédito podría reducir la presión de sobrecalentamiento macroeconómico (una herramienta prudencial con fuerza contra un riesgo macro).

Hemos colocado los controles de capital en la parte inferior del diagrama para enfatizar que, debido a su naturaleza discriminatoria, y sin importar si se imponen por preocupaciones macroeconómicas o de estabilidad financiera, el uso de controles de capital debe venir después de que otras herramientas hayan sido ajustadas en respuesta a la ola de entradas de capital.³ Dada la necesidad de un enfoque multilateralmente consistente, la barra es mucho más alta para el uso de controles de capital –especialmente los controles amplios– en vista de que el riesgo para el cual se están imponiendo los controles de empobrecimiento del vecino es genuino. Las autoridades nacionales deberían primero agotar los espacios disponibles de política macro y permitir que el tipo de cambio se fortalezca hasta un nivel apropiado, así como fortalecer las herramientas prudenciales no discriminatorias, antes de tener que usar controles de capital.⁴ La regulación directa del endeudamiento en moneda extranjera por parte de entidades no financieras es otra alternativa, y estas medidas se pueden tomar cuando sea administrativamente posible –aunque estas medidas, que también podrían causar preocupaciones multilaterales, no deberían ser utilizadas para evitar los ajustes macroeconómicos necesarios. Las reformas estructurales para mejorar la capacidad del sistema financiero para intermediar

³ Cualquier decisión de utilizar realmente controles de capital requeriría, desde luego, tomar en consideración su probable eficacia en relación con sus costos. Como se menciona en Ostry *et al.* (2010), la evidencia sobre la eficacia de los controles de capital en influenciar los flujos agregados es mixta, posiblemente debido al sesgo de endogeneidad en los estudios empíricos. La evidencia de que los controles afectan la composición de las entradas de capital y, por lo tanto, los riesgos a la estabilidad financiera, es más fuerte.

⁴ En la práctica, agotar el espacio de las políticas macro deja abierta la posibilidad de imponer controles de capital temporalmente luego de anunciar medidas de política, pero antes de su instrumentación completa. Las medidas prudenciales no discriminatorias son, desde luego, parte de la caja de herramientas en todo momento.

efectivamente las entradas de capital, siempre se deberían buscar.

III. La caja de herramientas de la política

¿Qué herramientas están disponibles para manejar los riesgos derivados de olas de entradas de capital? Más allá de las políticas macroeconómicas (que fueron discutidas en nuestra nota anterior), los formuladores de políticas tienen regulaciones prudenciales y controles de capital convencionales a su disposición.⁵ Las regulaciones prudenciales, cuya intención es fortalecer la capacidad del sector financiero para hacerle frente al aumento en el riesgo o limitar su capacidad de incurrir en riesgos de manera excesiva, típicamente se aplican a nivel de las instituciones individuales, aún cuando tienen propósitos macroprudenciales (ver recuadro 1). Para propósitos analíticos, estas medidas pueden dividirse con utilidad en aquellas relacionadas con la moneda extranjera (regulaciones basadas en la moneda en que se denomina la transacción) y otras medidas prudenciales:

– Medidas prudenciales

- » *Las medidas prudenciales relacionadas con moneda extranjera* discriminan de acuerdo con la moneda, no con la residencia de las partes de la transacción. Estas medidas se aplican a las instituciones financieras nacionales, principalmente a los bancos. Los límites a la posición en moneda extranjera abierta de los bancos (como proporción de su capital) son comunes, al igual que los límites a la inversión bancaria en activos en moneda extranjera.⁶ Otras medidas podrían servir

⁵ Además, ciertas reglas de impuestos (por ejemplo, la deducibilidad del interés hipotecario) también podrían tener un papel. Más allá de los controles de capital y las medidas prudenciales, el marco regulatorio por sí mismo podría crear incentivos para ciertos tipos de capitales entrantes. Antes de aplicar nuevas medidas, por lo tanto, se debe identificar cualquier característica regulatoria que otorgue incentivos desproporcionados para flujos entrantes en algunas clases de activos y se deben hacer los cambios necesarios a los impuestos y los reglamentos para eliminar cualquier incentivo no intencional. En la discusión siguiente se asume que estos cambios ya se han efectuado.

⁶ En algunos países con regímenes de convertibilidad, las exposiciones de la divisa de referencia son excluidas del cálculo de la posición abierta. En nuestro análisis, los límites asimétricos de una posición abierta, que introducen diferentes límites a las posiciones cortas y largas, son catalogadas

para limitar los préstamos bancarios en moneda extranjera, especialmente a prestatarios que no cuentan con una cobertura natural, incluidos, por ejemplo, los requerimientos de reserva diferentes sobre los pasivos en moneda local y extranjera.

- » *Otras medidas prudenciales* tienen la intención de reducir el riesgo sistémico en general –por ejemplo, restringiendo el crecimiento de los préstamos del sistema financiero nacional– sin implicar discriminación basada en la residencia o la moneda. Las medidas típicas incluyen coeficientes préstamo a valor (LTV) máximos, límites sobre el crecimiento del crédito interno, clasificación de activos y reglas de provisión, límites sectoriales a la concentración de préstamos, provisiones dinámicas de préstamos a pérdida y requisitos anticíclicos de capital.
- Los *controles de capital* limitan los derechos de los residentes o no residentes de realizar transacciones de capital o de efectuar transferencias y pagos asociados con estas transacciones.⁷ Las medidas típicas incluyen impuestos sobre los flujos de no residentes, requerimientos de reservas no remuneradas sobre estos flujos, o requerimientos especiales de licencia y hasta límites o prohibiciones directas. Las medidas podrían ser para toda la economía, específicas a un sector (usualmente el sector financiero), o específicos a una industria (por ejemplo, industrias *estratégicas*). Las medidas podrían aplicarse a todos los flujos o podrían diferenciar por tipo o duración del flujo (deuda, capital, inversión directa; corto plazo vs. mediano y largo plazo). Mientras que esta taxonomía es analíticamente útil, vale la pena señalar que la clasificación no siempre está bien definida y

como medidas cambiarias –aunque estas podrían ser consideradas una forma de control de capital, ya que actúan para desalentar las entradas de capital (por ejemplo, un límite más bajo a una posición corta podría limitar los flujos entrantes).

⁷ No existe una única definición legalmente aceptada de controles de capital. En el sentido más amplio, estas son medidas que tienen la intención de afectar el movimiento transfronterizo de capital. En su Code of Liberalization of Capital Movements, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2009) considera que las medidas son controles de capital sujetas a obligaciones de liberación si discriminan entre residentes y no residentes; ver *The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows* en (www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4516).

RECUADRO 1. POLÍTICAS MICRO VERSUS MACROPRUDENCIALES

Políticas microprudenciales. Estas políticas intentan mejorar la resiliencia de las instituciones individuales ante los riesgos (incluidos los que emanan de los flujos de capital internacionales), pero también podrían reducir el riesgo sistémico mediante la mitigación de las externalidades que surgen del comportamiento de las instituciones individuales. Algunos ejemplos incluyen:

- Provisión anticipada de fondos para pérdidas esperadas.
- Valoración de las reservas para cubrir el riesgo de un revés promedio en los precios de los activos valorados a precios de mercado.
- Límites a coeficientes préstamo a valor/margen de garantía mínima.
- Mayor ponderación de riesgos en tipos específicos de exposición (como préstamos inmobiliarios).
- Requisitos de capital mínimo, incluida una mejor calidad del capital (como en Basilea III).
- Coeficientes de apalancamiento.
- Colchón de conservación de capital (Basilea III).
- Colchón de activos líquidos (Basilea III).
- Límites a los descalces de monedas y de vencimientos (coeficiente de financiamiento estable neto – NSFR–, Basilea III).

Políticas macroprudenciales. Las políticas prudenciales en este caso se dirigen explícitamente al riesgo sistémico. A menudo, la caja de herramientas macroprudenciales se basará en herramientas microprudenciales existentes, pero con disposiciones que están condicionadas a eventos macrofinancieros o indicadores del riesgo sistémico, sea con base en reglas o de forma discrecional. Algunos ejemplos de estas políticas incluyen:

- Requerimientos de aprovisionamiento con variaciones cíclicas.
- Coeficiente préstamo a valor con variaciones cíclicas.
- Colchón de capital anticíclico (Basilea III).
- Tasas o sobretasas sobre el capital o la liquidez para las instituciones financieras de importancia sistémica.
- Impuesto sobre financiamientos volátiles (Shin, 2010).
- Topes al crecimiento del crédito.
- Requerimientos de reservas más altos.

que a menudo sólo existen distinciones muy finas entre las medidas.⁸

» Primero, consideremos una regulación que establece requerimientos más altos de reservas sobre los pasivos de los bancos para no residentes que para residentes –esto constituiría un control de capital. Pero una regulación que establece los límites no en términos de residencia sino en términos de la moneda de denominación (y que aplique igualmente para residentes y no residentes) no sería una medida de control de capital, aunque en la práctica la mayoría de los pa-

sivos en moneda extranjera podrían ser de no residentes.

» Segundo, consideremos el caso en el que un país establece requerimientos de reservas marginales más altos para depósitos bancarios en moneda local de no residentes que sobre los depósitos de residentes. Esta medida, aunque generalmente interpretada como de naturaleza prudencial, tendría prácticamente el mismo efecto que un control de capital.

» Tercero, una medida prudencial que requiera que los bancos paguen un impuesto sobre sus pasivos no básicos, según lo propuesto por Shin (2010), en la práctica bien podría operar igual que un control de capital si la mayoría del financiamiento que los bancos reciben proviene de no residentes

⁸ Aún más, las medidas relacionadas con el tipo de cambio y otras medidas prudenciales relacionadas (por ejemplo, aumentar los requisitos de reservas) a menudo se traslapan con regulaciones dirigidas a asegurar la transmisión efectiva de las políticas monetaria o cambiaria.

(digamos, porque los mercados mayoristas de financiamiento internos son escasos, como ocurre en muchas EME).

- » Cuarto, un coeficiente préstamo a valor normalmente sería considerado como una medida prudencial, pero si los coeficientes préstamo a valor difieren de acuerdo con la moneda de denominación, sería clasificados más apropiadamente como medidas relacionadas con divisas.

GRÁFICA I. DISTRIBUCIÓN DE LA FRECUENCIA DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA PRECRISIS^a (en porcentaje del total de las observaciones)



FUENTES: Anual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) del FMI, Schindler (2009) y encuestas de los economistas encargados de países.

^a Los valores reflejan la participación de los países con una medida en 2007.

Finalmente, en la práctica, el diseño de medidas a menudo refleja limitaciones institucionales más que las diferencias en la intención de la medida. Cuando el marco prudencial está subdesarrollado y los mercados financieros no son sofisticados, los controles de capital podrían ser más efectivos; pero cuando los mercados financieros operan bien y el uso de controles de capital está limitado por obligaciones internacionales, se pueden utilizar reglas prudenciales (ver recuadro 2 sobre el caso coreano). En ambos casos, la intención (o parte de la meta) de las reglas

podría ser similar: reducir las entradas agregadas o específicas de capital.

Las tres categorías de la medida son comunes en las EME (gráfica I). Los controles de capital están dirigidos más frecuentemente hacia los flujos para la compra de bonos y menos hacia la inversión extranjera directa. Entre las regulaciones a las divisas, los límites de posición abierta son los más comunes y los límites sobre préstamos en moneda extranjera ocurren en más de la mitad de la muestra. Entre otras regulaciones prudenciales, los requerimientos de reservas y los coeficientes préstamo a valor son los más comunes, seguidas de límites a los préstamos por sector.

IV. Manejo de la entrada de capitales: empataando los riesgos con las herramientas

¿Cómo deberían asignar los formuladores de políticas estos tres grupos de medidas a los diferentes riesgos asociados con las olas de entradas de capital? Los formuladores de políticas primero deberían agotar las opciones de política macroeconómica, especialmente antes de contemplar el uso de controles de capital u otras medidas prudenciales discriminatorias. Para determinar cuáles herramientas utilizan una vez agotadas las opciones de políticas macro, es útil hacer una distinción entre los flujos intermediados a través de las instituciones financieras reguladas nacionales (IFRN) y los flujos que no son intermediados de esa forma (*crédito directo*).⁹

Comencemos con el caso en el cual las entradas de capital son intermediadas a través de los bancos, que a menudo representan la mayoría de los instituciones financieras reguladas nacionales: ¿cuáles son los riesgos y las herramientas asociadas (diagrama 2a)?

Tres áreas merecen particular atención:

- Los bancos incurren en una estructura excesivamente riesgosa de pasivos externos, por ejemplo, dependencia excesiva de financiamiento a corto plazo (depósitos mayoristas o extranjeros) para financiar los préstamos a más largo plazo (por ejemplo, hipotecas en moneda extranjera). Para tratar este riesgo, se podrían utilizar herramientas prudenciales (como requerimientos de liquidez dependientes

⁹ Con esta taxonomía, las entidades no bancarias que están fuera del alcance del regulador son parte del crédito directo.

RECUADRO 2. COREA: REGLAS MACROPRUDENCIALES RELACIONADAS CON LA ENTRADA DE CAPITALES

En Corea, existe una fuerte demanda por parte de los exportadores –especialmente armadores que enfrentan un ciclo algo predecible de recepción de dólares relacionado con el largo ciclo de construcción de barcos– para cubrir el ingreso por futuras exportaciones. Los exportadores también quieren vender sus dólares a futuro y comprar wones coreanos. Como fue el caso antes de la crisis financiera, cuando había amplias expectativas de apreciación del won, ellos querían una sobrecobertura para aprovechar cualquier apreciación más allá del diferencial de intereses. Su contraparte típicamente sería un banco local que tomara la posición opuesta –comprando dólares a futuro y vendiendo wones coreanos a futuro (ver gráfica II).

Para lograr esto, los bancos locales (en su mayoría sucursales de bancos extranjeros) obtenían préstamos en dólares de bancos offshore, incluidos sus bancos matriz (una entrada de capital en la balanza de pagos), cambiaban los dólares en el mercado al contado por wones para cubrir sus posiciones largas en dólares e invertían el producto en activos internos para entrega futura al exportador. Los bancos locales tenían entonces completa cobertura contra el riesgo cambiario. (A pesar de sus transacciones con los armadores, los bancos coreanos podían involucrarse en arbitraje de tasas de interés entre divisas –mediante la obtención de préstamos en moneda extranjera que invertían en activos en moneda local con la expectativa de apreciación de la moneda, pero esto los podía exponer a riesgo cambiario y a chocar contra límites abiertos en divisas).

En junio de 2010, las autoridades coreanas anunciaron un paquete de medidas prudenciales para “prevenir el apalancamiento cambiario excesivo”, lo que fortaleció algunas medidas que habían sido implementadas el año anterior. La preocupación que llevó a estas medidas fue que el mercado de derivados de moneda extranjera entre bancos y compañías había causado un aumento excesivo en el endeudamiento externo a corto plazo antes de la crisis y expuso a los bancos a una *interrupción repentina* cuando los bancos *offshore* cortaron sus líneas de crédito a Corea. Una medida de noviembre de 2009 había requerido que los bancos aumentaran gradualmente su endeudamiento en moneda extranjera a largo plazo del 80% al 90% (luego aumentó al 100%) con respecto a los préstamos otorgados en moneda extranjera a largo plazo. Esto tuvo éxito en reducir el endeudamiento a corto plazo de los bancos.

Las medidas de 2010 incluyeron topes a las posiciones de derivados de divisas de los bancos (expresadas en relación con el capital del banco), restricciones más fuertes a la provisión de préstamos en moneda extranjera y coeficientes de liquidez más estrictos para los bancos nacionales. Además se prohibió a los bancos la cobertura *excesiva* de las transacciones subyacentes para los contratos a futuro con los exportadores.

Las medidas parecen haber sido exitosas en evitar que la deuda externa de los bancos regresara a los niveles previos a la crisis, pero no ayudaron a mermar sustancialmente el total de entradas de capitales, en parte porque las medidas estaban dirigidas principalmente a entidades locales (bancos y corporaciones). El reducido alcance de las medidas (a la luz de la cuenta de capital abierta de Corea) permite a las corporaciones cubrir sus posiciones externas. Los bancos offshore podían aún compensar sus posiciones cortas en wones resultado de los *non-delivered forwards* mediante inversión en el mercado de bonos gubernamentales locales. Las autoridades también reinstauraron impuestos a retenciones no discriminatorias y ganancias de capital sobre compras de no residentes de valores gubernamentales y del banco central, a los que los residentes ya estaban sujetos. Sin embargo, ellos continúan preocupados por la desestabilización causada por las entradas de capital y están considerando medidas adicionales para moderar la entrada de capitales, incluido un impuesto sobre el endeudamiento bancario a corto plazo.

de la moneda) o controles de capital (como límites a la endeudamientos externos, o mayores requerimientos de reservas sobre los pasivos para no residentes), en alguna combinación.

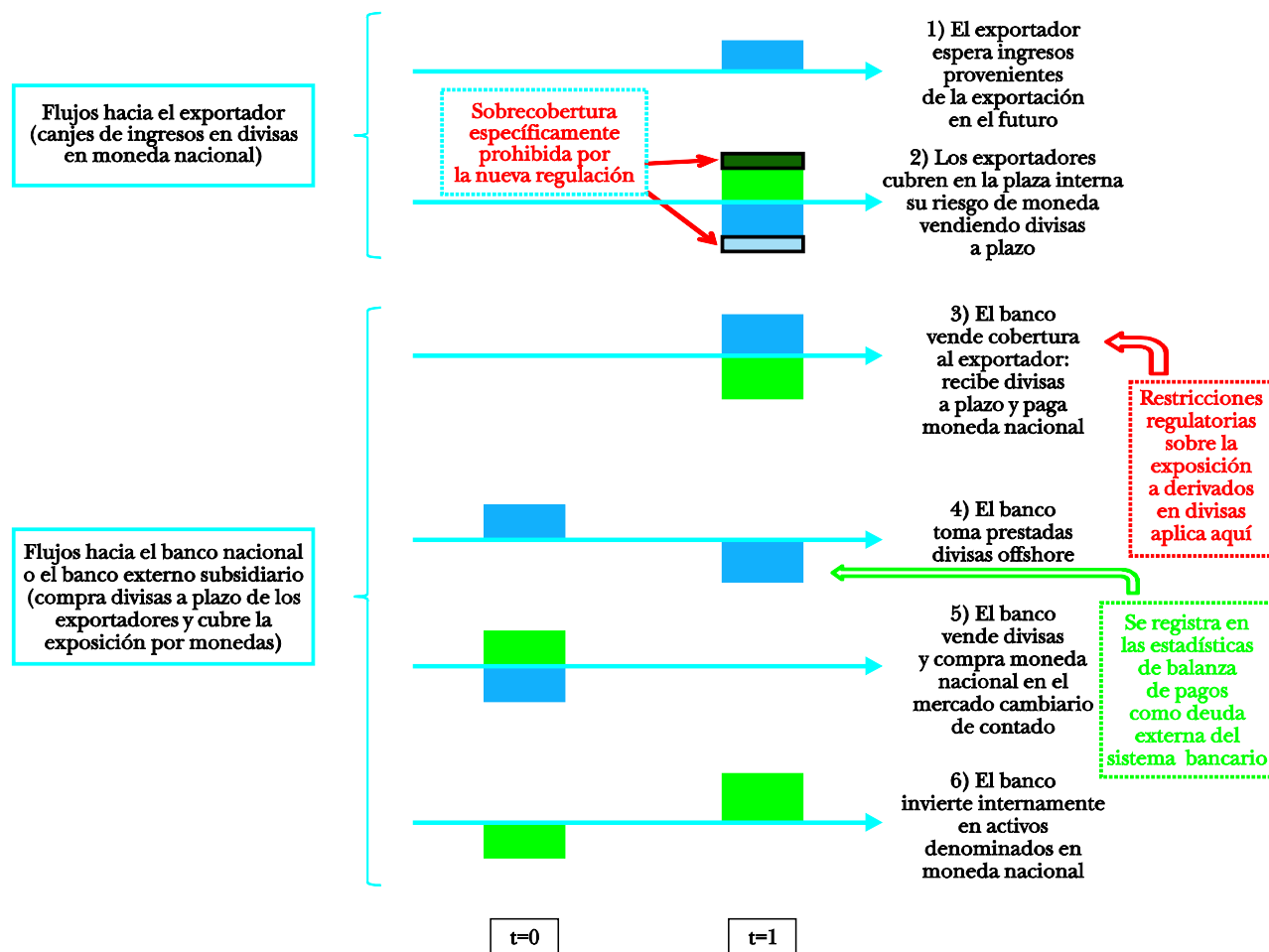
– Los activos del banco son excesivamente riesgosos:

» Riesgo crediticio asociado con préstamos

en moneda extranjera. Este riesgo crediticio surge, por ejemplo, cuando el prestatario final (una empresa u hogar) contrata deuda en moneda extranjera pero su ingreso es en moneda local, por lo que el prestatario no está cubierto.¹⁰ Podrían ser

¹⁰ Ranciere, Tornell y Vamvakidis (2010) muestran que, mientras que los préstamos en moneda extranjera a presta-

GRÁFICA II. COBERTURA DE DIVISAS POR PARTE DE LOS EXPORTADORES



NOTA: La línea horizontal denota la línea del tiempo. Los rectángulos arriba (abajo) de la línea indican los flujos de caja positivos (negativos). Los rectángulos en azul (verde) indican los pagos en divisas (moneda local).

apropiadas, entonces, regulaciones relacionadas con divisas más estrictas sobre los bancos –por ejemplo, mayores requerimientos de capital para préstamos en moneda extranjera–, o hasta la prohibición categórica, o límites sobre, los créditos a prestatarios que no pueden demostrar una cobertura natural.¹¹

» Riesgo cambiario reflejado en posiciones cambiarias abiertas. En contraste con el caso anterior donde los bancos prestan en di-

visas, aquí prestan en moneda local pero se han endeudado en divisas, incurriendo en riesgo de moneda. Las posibles respuestas incluyen ajustar la posición abierta en moneda extranjera (en relación con el capital del banco) y aumentar gradualmente los requerimientos de liquidez en divisas.¹²

– Los préstamos bancarios están amplificando los riesgos macroeconómicos más amplios (un auge en préstamos o precios de activos). La respuesta normal en una economía cerrada

tarios no cubiertos están asociados a crisis más graves, también están asociados con un crecimiento más rápido al relajar las limitaciones financieras. La regulación de préstamos en divisas debería tener un equilibrio entre los objetivos en competencia de la resiliencia y la disponibilidad de créditos.

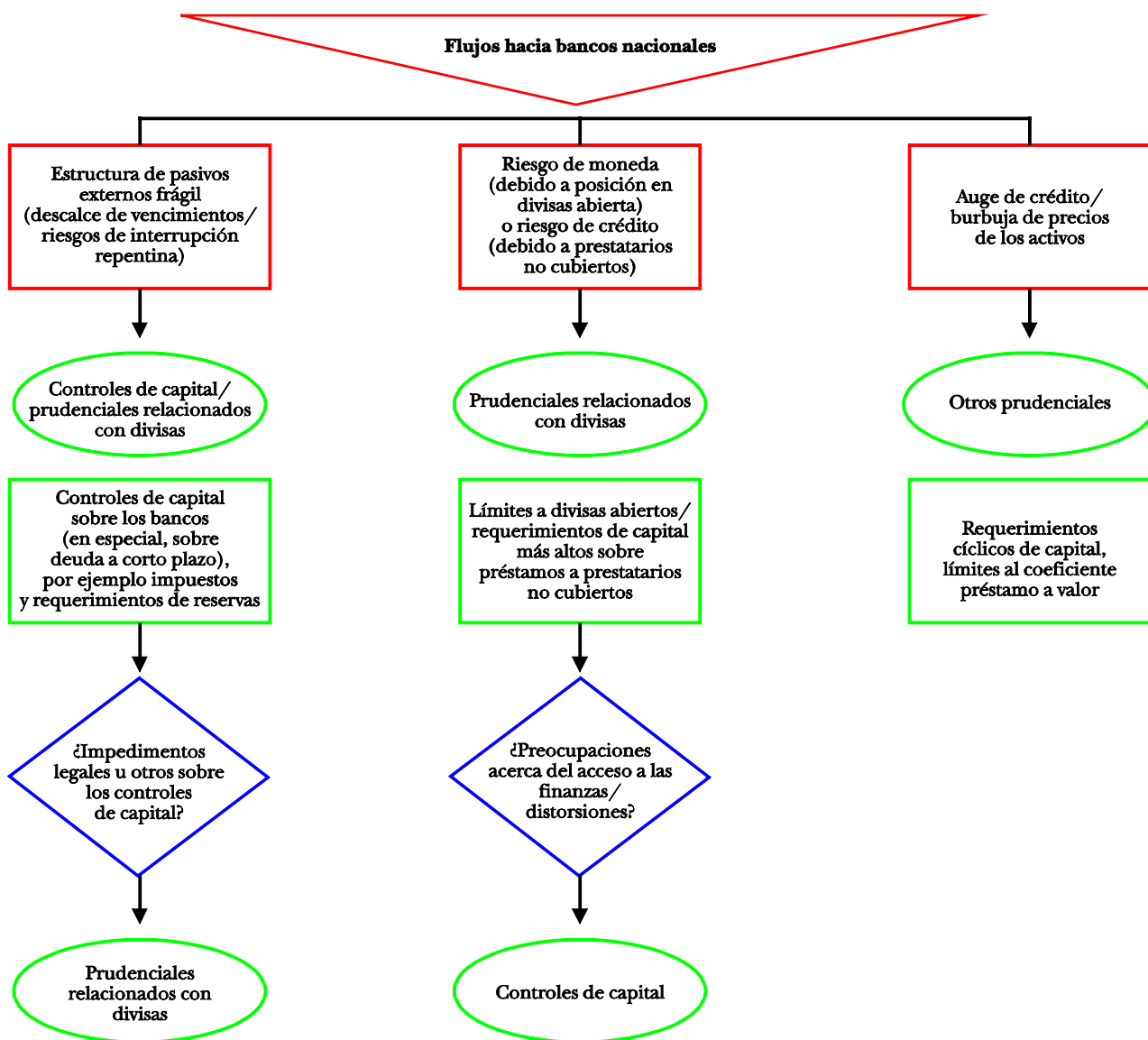
¹¹ Los residentes podrían tratar de evadir esta medida con endeudamiento directo del exterior. Aunque esto ayudaría a atender el riesgo crediticio de los bancos locales, el riesgo cambiario de los prestatarios finales permanecería.

¹² Estos límites son establecidos usualmente en términos de la posición abierta neta del banco, lo que podría implicar una exposición cambiaria significativa para el prestatario final (transformando así el riesgo cambiario en riesgo crediticio para el banco). Los límites sobre la exposición bruta del banco en moneda extranjera son posibles, aunque podrían limitar injustificadamente su capacidad de ofrecer instrumentos de cobertura al sector no financiero.

sería endurecer la política monetaria, pero esta contracción bien podría atraer más capital, alimentando el auge. Las reglas prudenciales que reducen el riesgo de un auge de préstamos en moneda local o extranjera podrían ser una respuesta apropiada –por ejemplo, aumentar las reservas requeridas por igual o de manera diferenciada sobre los pasivos en moneda local y extranjera, aumentar las ponderaciones de riesgo en los cálculos de la suficiencia de capital para ciertos tipos de préstamos, o endurecer las reglas de clasificación de los préstamos, todo lo cual tendería a aumentar los márgenes de los bancos y las tasas

de interés activas, ayudando a detener el crecimiento del crédito. Asimismo, si los préstamos alimentan el auge en los precios de los activos, la respuesta podría incluir mejorar las medidas prudenciales, como los requerimientos anticíclicos de capital, reducir los coeficientes préstamo a valor (especialmente para préstamos inmobiliarios) y mayores requerimientos de margen (para préstamos relacionados con valores). El recuadro 3 describe algunos casos recientes de políticas macroprudenciales utilizadas para limitar el crecimiento del crédito excesivo o la inflación en el precio de los activos.

DIAGRAMA 2A. SELECCIÓN DE INSTRUMENTOS PARA MITIGAR LOS RIESGOS ASOCIADOS A LOS FLUJOS POR MEDIO DEL SISTEMA BANCARIO^a



^a Se asume que las operaciones de política macro se han agotado, y que se toman en cuenta las consideraciones multilaterales.

**RECUADRO 3. POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES, CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y PRECIO DE ACTIVOS:
ALGUNAS EXPERIENCIAS RECIENTES**

Las medidas macroprudenciales para disminuir la entrada de capitales y reducir el crecimiento del crédito excesivo han tenido resultados mixtos (cuadro 1). Un análisis VAR de EME indica que el endurecimiento de las medidas macroprudenciales en Croacia (2003-07), Corea (2008), India (2007) y Perú (2007-08), contribuyeron a la reducción del crecimiento del crédito pero, en otros casos, las medidas macroprudenciales fueron menos efectivas. El endurecimiento de las medidas macroprudenciales en Colombia en 2007 no detuvo el crecimiento del crédito (aunque un requerimientos de reservas no remuneradas, apoyado por estas políticas macroprudenciales, sí redujo los flujos de cartera, ver recuadro 6).¹ Rumania impuso límites de velocidad al crecimiento del crédito en 2003-08, que fueron expresados como un porcentaje del capital del banco; sin embargo, el aumento en el patrimonio bancario por medio de inversión extranjera directa en el sector bancario permitió la continuación del fuerte crecimiento del crédito. Aunque las políticas macroprudenciales parecen haber aumentado la composición de las entradas de capital en Croacia, Perú, Rumania y Uruguay, el efecto sobre el total de flujos netos fue limitado; estas medidas, implementadas en combinación con controles de capital, parecen haber reducido la entrada de capitales en Colombia

Las políticas macroprudenciales han contribuido, sin embargo, a la resiliencia del sector financiero, aún cuando han fracasado en prevenir el auge crediticio. Las medidas en Croacia (ver recuadro 4), Corea y Perú parecen haber alargado el vencimiento de las entradas de capital, ayudando así a reducir los descaldes de vencimiento en el sector bancario. Luego de las medidas prudenciales introducidas en Corea en 2009-2010, el endeudamiento externo de los bancos se desaceleró, como estaba previsto, pero las medidas no detuvieron la entrada de capitales en general (ver recuadro 2). En Uruguay, la composición de las entradas de capital cambió de endeudamiento externo a entrada de inversión extranjera directa en el período 2003-2008, mejorando así la estructura de vencimiento y reduciendo la exposición del sector financiero.

Las medidas macroprudenciales usualmente han hecho poco para restringir los precios de los activos. Varios países (Croacia, India y Rumania) introdujeron medidas prudenciales para controlar los aumentos en los precios de los bienes raíces y de los mercados de valores, pero no resultaron eficaces. En el caso de Vietnam, las políticas macroprudenciales parecen haber moderado un auge del mercado de valores (aunque el impacto estimado es pequeño).

En general, es más probable que las medidas prudenciales sean efectivas cuando van acompañadas de políticas macroeconómicas de apoyo que ayuden a controlar la demanda interna (en particular a la luz de una cuenta de capital abierta).²

¹ Existe alguna evidencia, sin embargo, de que las medidas macroprudenciales colombianas fueron efectivas en contener el crecimiento crediticio en sectores específicos, por ejemplo, crédito al consumidor (ver FMI, 2010, REO: *Western Hemisphere Department*, Octubre).

² Para más detalles, ver Chikako Baba, "Effectiveness of Capital Controls in Emerging Markets in the 2000s", mimeo.

¿Cuál es el resultado en términos de una respuesta de política cuando los flujos son intermediados a través del sistema bancario regulado? Las medidas prudenciales, dirigidas a las preocupaciones clave –la estructura de pasivos externos, riesgo monetario y crediticio, y mayores riesgos de auges en el precio de los préstamos/activos– podrían ser la respuesta apropiada. Los controles de capital también podrían ser útiles si las medidas prudenciales no pueden lidiar efectivamente con los riesgos a los que están dirigidas de manera oportuna; los controles de capital para toda la economía también podrían estar indicados si los flujos migran al

sector financiero no regulado (ver más adelante).

¿Qué factores podrían inclinar la balanza entre estos tipos de medidas? En vista de que las medidas prudenciales están diseñadas para reducir los riesgos en el sector financiero, son la opción obvia, especialmente cuando la supervisión es efectiva. La observación básica, sin embargo, podría ser influenciada por un par de consideraciones adicionales. En primer lugar, las preocupaciones relacionadas con la eficiencia de la supervisión del sector financiero podrían favorecer medidas más rudimentarias, tales como los controles de capital. Segundo, como se dijo antes, las regulaciones prudenciales sobre las

CUADRO 1. EFICACIA DE LAS MEDIDAS DIRIGIDAS HACIA LAS PREOCUPACIONES DE ESTABILIDAD FINANCIERA

<i>País</i>	<i>Medidas principales</i>	<i>Intención de las medidas</i>	<i>Eficacia</i>
Colombia	Aprovisionamiento dinámico, requerimientos marginales de reservas, y límites a las posiciones brutas de los bancos en derivados en conjunto con requerimientos de reservas no remuneradas (todas en 2007)	Reducir el crecimiento del crédito	Ningún efecto sólido sobre el crecimiento del crédito
Corea	Aplicación de coeficientes de liquidez estrictos para el sector bancario y de límites sobre el endeudamiento en moneda extranjera para residentes (2008); topes a posiciones futuras en divisas de los bancos (2010)	Reducir el crecimiento del crédito, el endeudamiento externo sin cobertura y el endeudamiento externo de los bancos	Efecto insignificante sobre préstamos en moneda extranjera a hogares, pero redujo el crecimiento del crédito. El endeudamiento externo de los bancos bajó luego de la introducción del tope
Croacia	Límite de velocidad (2003, 2007); coeficiente de liquidez (2006-2008); requerimiento marginal de reservas (2004-2007)	Reducir el crecimiento del crédito y el endeudamiento extranjero sin cobertura	El límite de velocidad y el coeficiente de reservas redujeron el crecimiento del crédito, pero el requerimiento marginal de reservas no tuvo un impacto fuerte. Las medidas prudenciales redujeron los préstamos en divisas y alargaron el vencimiento de las entradas de capital, pero no tuvieron efecto sobre los precios de los activos
India	Aumentaron el coeficiente de reservas en efectivo (2007)	Reducir el crecimiento del crédito y los aumentos en los precios de los activos	Redujo el crecimiento del crédito (aunque estadísticamente el efecto es débil) y no tuvo efecto sobre el precio de los activos
Perú	Clasificación más estricta de préstamos y requisito de aprovisionamiento (2007-2008); requerimiento marginal de reservas para depósitos en moneda extranjera (2008)	Reducir el crecimiento del crédito	Desaceleró la expansión crediticia y alargó el vencimiento de las entradas de capital.
Rumania	Límite de velocidad sobre el crecimiento del crédito (2005-2007); aumentó el requerimiento de reserva para depósitos en moneda extranjera (2002-2006); endurecimiento de reglas prudenciales sobre préstamos inmobiliarios	Reducir el crecimiento del crédito y el endeudamiento externo sin cobertura	Redujo los flujos extranjeros intermediados por bancos, pero el crecimiento del crédito fuerte y los préstamos en moneda extranjera a residentes continuaron en la medida que la inversión extranjera directa financiera proveía financiamiento a los préstamos
Uruguay	Medidas prudenciales sobre clasificación de préstamos y aprovisionamiento (2003-2008)	Abordar las fragilidades financieras luego de la crisis bancaria y desdolarizar la economía	Efecto insignificante sobre la expansión crediticia que comenzó en 2006 y reflejó una recuperación gradual de la drástica contracción durante la crisis bancaria, pero redujo el riesgo crediticio y de préstamos en moneda extranjera a residentes, y cambió la composición de las entradas de capital de endeudamiento externo a inversión extranjera directa
Vietnam	Tope al crédito relacionado con valores (2007)	Limitar la inversión especulativa en valores	Moderó el auge del mercado de valores

instituciones financieras reguladas podrían causar que los flujos sean intermediados por medio del sector financiero no regulado (ver recuadro 4 sobre la experiencia de Croacia). Esto podría ser un argumento para una mezcla de controles de capital y medidas prudenciales diseñada específicamente para la circunstancias del país (incluida la sofisticación de los mercados financieros internos y el alcance del arbitraje regulatorio), que podrían tanto reducir las distorsiones como limitar la evasión. Tercero, las preocupaciones a nivel del campo de juego acerca del acceso al crédito por parte empresas grandes con-

tra pequeñas y medianas (PYMES) podría favorecer un tipo de medida sobre la otra. Tanto las medidas prudenciales como los controles de capital impuestos a las entidades reguladas podrían llevar al endeudamiento directo en el extranjero por parte de las empresas locales. Los estudios han mostrado que los controles de capital pueden dificultar el acceso al financiamiento para las firmas pequeñas (Forbes, 2007) y las compañías de propietarios nacionales (Harrison, Love y McMillan, 2004). Pero las medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito también afectarán desproporcionadamente a las PYMES,

RECUADRO 4. CÓMO OCUPARSE DE LA ENTRADA DE CAPITAL Y EL EXCESO DE PRÉSTAMOS EN MONEDA EXTRANJERA: EL CASO DE CROACIA

Los bancos de propiedad extranjera han dominado el sistema bancario croata desde 2000 y han tenido un papel clave en llevar capital extranjero hacia Croacia (ver Jankov, 2009). La ola de entradas de capital causó preocupaciones macroeconómicas y de estabilidad financiera, especialmente dada la importancia del componente de endeudamiento de los hogares.

El Croatian National Bank (CNB, banco central de Croacia) enfrentó una serie de limitaciones para detener las entradas de capital: 1) el inflexible régimen cambiario limitó el uso de una política monetaria; y 2) la política fiscal se contrajo debido a grandes problemas presupuestarios estructurales. Por lo tanto, el CNB respondió a las entradas de capital adoptando, sobre todo, varias medidas prudenciales para el sector financiero, algunas de las cuales incluyeron un elemento de control de capital.

En 2003, el CNB introdujo un límite de velocidad a los préstamos bancarios y una regla sobre retención mínima de ganancias si el banco prestamista excedía cierto umbral. Los bancos respondieron al límite vendiendo parte de su cartera de préstamos a compañías arrendadoras afiliadas (para obviar los límites de préstamo del banco) y transfiriendo el riesgo crediticio a los libros de sus bancos matrices (gracias a un portillo contable).

La regulación del límite de velocidad fue reemplazada en julio de 2004 por un control de capital sobre los bancos nacionales –el requisito marginal de reserva– que requería que hicieran depósitos adicionales sin interés con el CNB si sus pasivos extranjeros aumentaban por encima del valor registrado a finales de junio de 2004. El coeficiente de requerimiento marginal de reservas aumentó con el tiempo y el CNB refinó continuamente la regulación para cerrar los portillos explotados por los bancos (por ejemplo, aplicando el requerimiento marginal de reservas a las compañías arrendadoras afiliadas, a rubros fuera del balance general relacionados con la venta de riesgo crediticio y a valores de deuda emitidos). Para 2008, se requirió que los bancos colocaran el 72% del aumento en pasivos extranjeros con el CNB, o en activos extranjeros líquidos, mientras que el 28% restante quedaba disponible para préstamos a clientes. A pesar de estos requerimientos de reservas extremadamente altos, los préstamos de los bancos nacionales continuaron aumentando.

Las reglas de suficiencia de capital también se endurecieron. A mediados de 2006, las ponderaciones de riesgo aplicadas a los préstamos bancarios en moneda extranjera y a préstamos en kunas indexados a moneda extranjera pero otorgados a clientes sin cobertura, se establecieron por encima de las normas mínimas de Basilea II. Sin embargo, la combinación de requerimientos de reservas más altas para los bancos y de suficiencia de capital fracasó en reducir las entradas de capital o los préstamos locales.

Para reducir la acumulación de vulnerabilidades externas asociadas con el rápido crecimiento de los préstamos locales, el CNB reintrodujo un límite de velocidad a los préstamos bancarios en 2007, pero esta vez la regulación también cubrió la venta de carteras de crédito y de riesgo crediticio. Ya que los préstamos bancarios son una fuente importante de crédito para hogares, limitarlos causó una disminución significativa en el crecimiento del crédito para hogares. Por otra parte, la disponibilidad de crédito a empresas permaneció alta debido a que el endeudamiento con bancos locales fue reemplazado por endeudamiento extranjero directo.

En 2008, el CNB introdujo requerimientos mínimos de capital diferenciados por las tasas de crecimiento del crédito. Los bancos con un crecimiento del crédito menor al 12% por año tenían que satisfacer una tasa mínima de suficiencia de capital del 12%, mientras que los bancos que crecían más rápido enfrentaban requerimientos de suficiencia de capital más altos. Además, las ponderaciones de riesgo y los coeficientes de ganancias mínimas aumentaron para los bancos de rápido crecimiento. Las ponderaciones de riesgo mayores se aplicaban a los préstamos bancarios en moneda extranjera y a aquellos en kunas indexados a moneda extranjera y otorgados a clientes sin cobertura.

La experiencia de Croacia muestra que puede ser muy difícil reducir el crecimiento del crédito asociado con una ola en los flujos de capital sin controles de capital que abarquen toda la economía. Croacia no estaba en posición de utilizar una política cambiaria para limitar las entradas de capital. Las medidas prudenciales tuvieron algún éxito en reducir el crecimiento de los créditos bancarios, y también redujeron las entradas de capital por un tiempo corto. Sin embargo, la disponibilidad del crédito permaneció alta ya que los préstamos de los bancos locales fueron reemplazados parcialmente por créditos directos del extranjero, alterando así la estructura de las entradas de capital hacia canales no cubiertos por las políticas prudenciales o los controles de capital sobre los bancos.

ya que son más dependientes del financiamiento bancario y no tienen tanta posibilidad de endeudarse directamente en el extranjero. Por lo tanto, los controles de capital sobre el endeudamiento directo en el exterior podrían de hecho crear un campo de juego más parejo para las PYMES que las regulaciones que aumentan el costo del endeudamiento bancario.

Veamos ahora al caso donde los flujos no pasan por las instituciones financieras reguladas (diagrama 2b). Sobresalen dos tipos de riesgos, principalmente debido a externalidades potenciales (por ejemplo, venta rápida de activos) en el caso de que las entidades nacionales no sean capaces de hacer frente a sus obligaciones.

– Las entidades no financieras (empresas u hogares) aceptan un riesgo excesivamente alto sobre una estructura de pasivos externos excesivamente riesgosa (deuda denominada en moneda extranjera, especialmente de corta duración). A menudo, los efectos externos de dicha estructura no están internalizados por prestatarios atomísticos (Korinek, 2010), amplificando las fragilidades. Limitar estos flujos riesgosos y el riesgo de vencimiento que crean en sus balances generales, potencialmente requeriría del uso de controles de capital, en vista de que las reglas prudenciales dirigidas a instituciones financieras reguladas tendrán poco efecto en reducir las entradas de capital. Aunque es posible en principio regular el endeudamiento del sector no financiero de manera que no discrimine entre fuentes de fondos de residentes y no residentes (evitando así controles de capital), estas medidas podrían tomar demasiado tiempo en aplicarse o ser demasiado costosas de administrar.

– Los balances generales de entidades no financieras privadas tienen un riesgo cambiario excesivo. Aún si no existe endeudamiento excesivo en el agregado, los prestatarios podrían verse tentados por las bajas tasas de interés a tomar riesgos excesivos en moneda extranjera. Para los prestatarios sin cobertura (por ejemplo, entidades –compañías u hogares– sin ganancias significativas en moneda extranjera), los controles de capital podrían ser apropiados –particularmente para las formas de pasivos más riesgosos. Una alternativa son las medidas relacionadas con divisas – como prohibir el endeudamiento en moneda extranjera (por ejemplo, para hipotecas)– por

parte de entidades nacionales (no financieras).

– El endeudamiento directo del extranjero de entidades no financieras alimenta la inflación del precio de los activos y, posiblemente, las burbujas. Ya que dicho endeudamiento no pasa por el sistema bancario nacional, es probable que ni las políticas monetarias ni las regulaciones prudenciales tengan mucha tracción y podría ser necesario establecer controles de capital sobre el endeudamiento externo (y medidas complementarias).¹³

Una lección clave es que para los flujos que no pasan por el sistema financiero regulado, la justificación para utilizar controles de capital es más fuerte, en vista de que los flujos están fuera del perímetro usual de las políticas prudenciales.¹⁴ Mientras que el perímetro de una regulación en principio podría extenderse de tal manera que no discrimine entre residentes y no residentes (evitando así los controles de capital), esto podría ser impráctico en muchos casos dadas las disposiciones legales y la capacidad administrativa.

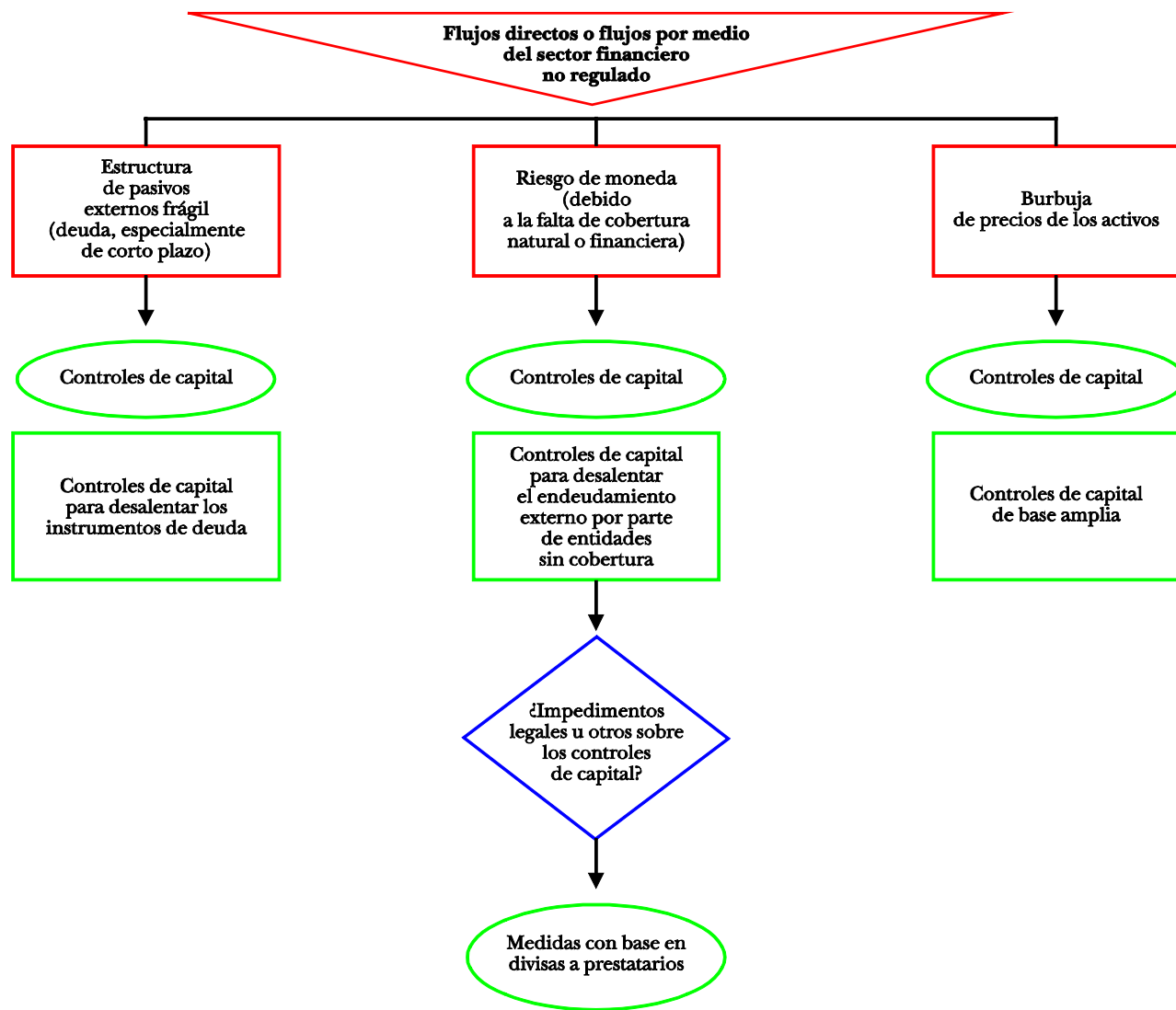
¿Cuáles son las excepciones? La principal se relaciona con las obligaciones internacionales, que podrían prohibir o restringir el uso de controles de capital (por ejemplo, el tratado de la UE, el GATS, la OCDE o diversos tratados bilaterales de inversión).¹⁵ El recuadro 5 resume varias restricciones al uso de controles de capital que surgen de estas obligaciones. El recuadro 2 ilustra, utilizando el ejemplo de Corea, cómo las obligaciones internacionales pueden restringir la

¹³ Si hay información disponible sobre el grado de endeudamiento externo directo de entidades no financieras, las regulaciones prudenciales podrían disuadir el endeudamiento en el extranjero limitando el acceso a préstamos locales –por ejemplo, estableciendo requisitos de reserva más altos sobre préstamos bancarios locales para compañías con deuda externa grande.

¹⁴ Aunque las entidades no financieras pueden endeudarse directamente en el extranjero, los flujos de todas maneras tendrán que ser intermediados por los bancos locales (regulados), lo que facilita el cumplimiento con los controles sobre esos flujos. En países donde los contratos deben ser liquidados en moneda local, el cambio de moneda extranjera a local representa otro punto de control para la imposición de controles.

¹⁵ De acuerdo con los Artículos de Acuerdo del FMI, el derecho de un miembro de imponer controles de capital según el Artículo VI está calificado por sus obligaciones según el Artículo IV, incluida su obligación de colaborar con el Fondo y otros miembros para asegurar arreglos cambiarios ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio.

DIAGRAMA 2B. SELECCIÓN DE INSTRUMENTOS PARA MITIGAR LOS RIESGOS ASOCIADOS CON LOS FLUJOS POR MEDIO DEL SECTOR FINANCIERO NO REGULADO^a



^a Se asume que las operaciones de política macro se han agotado, y que se toman en cuenta las consideraciones multilaterales.

RECUADRO 5. ACUERDOS INTERNACIONALES QUE RESTRINGEN EL ALCANCE DE LOS CONTROLES DE CAPITAL

Varios países han asumido obligaciones legales de liberalizar los movimientos de capital por causa de diversos acuerdos internacionales. Estas obligaciones podrían restringir la capacidad de un país de usar controles de capital, pero las regulaciones prudenciales que no discriminan entre residentes y no residentes (y, como tales, no constituyen controles de capital) podrían continuar estando disponibles.

OMC/GATS: Los miembros solo incurren en obligaciones de eliminar las restricciones a los flujos de capital si tienen compromisos en el sector de servicios financieros. Pero aún así, estas restricciones están limitadas en su alcance, los compromisos están sujetos a rondas periódicas de negociación, podrían ser de naturaleza calificada y existen excepciones prudenciales. También hay una cláusula general de balanza de pagos que permite el uso de controles de capital bajo circunstancias específicas.

Tratados bilaterales de inversión (BIT) y acuerdos de libre comercio (TLC): Existen aproximadamente 2.500 BIT, así como acuerdos comerciales bilaterales y regionales que proporcionan protección legal a la inversión extranjera. Estos acuerdos usualmente liberalizan las inversiones hacia un país y prevén la libre repatriación de esa inversión. Típicamente incluyen cláusulas de *nación más favorecida*. La mayoría de los BIT y TLC ofrecen salvaguardas temporales para las entradas y salidas de capital para prevenir o mitigar las crisis financieras o diferir ese tema a la legislación del país anfitrión. Sin embargo, los BIT y TLC de los cuales Estados Unidos es parte (con la excepción del Tratado de Libre Comercio de América del Norte) no permiten restricciones a entradas ni salidas de capital.

OCDE: El *Code of Liberalization of Capital Movements* de la OCDE es el único instrumento legalmente vinculante que se enfoca exhaustiva y exclusivamente en movimientos internacionales de capital. Cubre todos los tipos de flujos de capital, pero su marco conceptual permite a los miembros eliminar las restricciones a los movimientos de capital de manera progresiva. Permite a los miembros presentar reservas con respecto a transacciones específicas al momento de unirse a la OCDE (y en el caso de varias transacciones cuya naturaleza es considerada de corto plazo, estas reservas pueden ser reintroducidas en cualquier momento). El Código también establece un nivel muy amplio de derogación temporal para los flujos de capital (por razones que surjan de “perturbaciones económicas y financieras serias” y por razones de la balanza de pagos).

Unión Europea: Se prohíbe a los miembros de la UE imponer cualquier restricción a los movimientos transfronterizos de capital entre miembros de la UE y terceros países. Existen salvaguardas que permiten la imposición temporal de restricciones. Pero una vez que un miembro de la UE se adhiere a la unión monetaria, estas salvaguardas sólo pueden ser impuestas por el Consejo Europeo y se limitan a no miembros.

respuesta a las entradas de capital en la práctica, y cómo las herramientas prudenciales pueden ayudar a limitar los riesgos que presentan las entradas de capital al tiempo que salvaguardan la estabilidad de los bancos y reducen los riesgos cambiarios tomados por los corporativos no financieros.

Para resumir, hay varias consideraciones que deben tomarse en cuenta al escoger entre controles de capital y medidas prudenciales (que podrían actuar de manera muy similar a los controles de capital). Como deja claro la discusión, es difícil aplicar reglas generales y rápidas ya que mucho depende de las circunstancias específicas. Pero el principio básico es utilizar los instrumentos (o combinaciones de instrumentos) que mejor logren los objetivos de la política al mínimo

costo nacional y multilateral. Cuando se están tomando medidas para tratar preocupaciones de estabilidad financiera, el objetivo es reducir los riesgos, preferiblemente sin reducir el volumen de entradas de capital. En la medida que las medidas prudenciales sean efectivas (por ejemplo, que los flujos no evadan las instituciones financieras reguladas) y ayuden a reducir los riesgos sin afectar el volumen de las entradas de capital, podrían ser preferibles a los controles de capital (aunque, aún así, los costos de distorsión de la economía nacional de las herramientas alternativas deben ser tomados en cuenta).¹⁶ Cuando se

¹⁶ Por ejemplo, una medida prudencial que restringe los préstamos en moneda extranjera de los bancos a prestatarios sin cobertura (junto con límites a la exposición cambiaria

están contemplando medidas por razones macroeconómicas, el objetivo es reducir el volumen agregado de entradas de capital (sin afectar necesariamente su eficacia relativa y costo de distorsión de la economía nacional¹⁷– y por lo tanto es todavía más imperativo agotar primero a las opciones de política macroeconómica.

V. Alguna evidencia acerca de la eficacia de los instrumentos en el manejo de la entrada de capitales

Luego de la discusión anterior sobre riesgos e instrumentos, veamos ahora algunos hechos estilizados sobre la relación entre las olas de entradas de capital y los auges crediticios, y la eficacia de los instrumentos de política en reducir los riesgos; el Apéndice contiene más detalles. A continuación presentamos solo un conjunto de asociaciones sugeridas y no deben ser interpretadas como que impliquen relaciones causales. Aún más, los hallazgos relacionados con instrumentos de política combinan casos en los que un país tiene extensos controles o medidas prudenciales establecidas con casos donde el ambiente es altamente liberalizado o no regulado. Por lo tanto, estos hallazgos podrían no capturar plenamente las implicaciones de introducir medidas marginales en un ambiente muy liberalizado o no regulado.¹⁸ Con estas salvedades en mente, los hechos estilizados sugieren que: *i*) las olas de entradas de capital a menudo están asociadas con auges crediticios –incluidos auges riesgosos que terminan explotando –y mayor dependencia de créditos en moneda extranjera en la economía;

abierta de los bancos mismos) podría reducir los riesgos sin afectar el volumen de flujos externos (si los acreedores extranjeros están dispuestos a asumir el riesgo cambiario). Nótese, sin embargo, que ciertos tipos de controles de capital (por ejemplo, medidas que inclinen la composición hacia flujos entrantes de madurez más larga) también podrían reducir los riesgos de estabilidad financiera sin reducir necesariamente el volumen agregado de los flujos.

¹⁷ En vista de que el propósito de las medidas en este caso sería reducir las entradas de capital agregadas, los controles de capital serían el instrumento más directo.

¹⁸ Habiendo dicho esto, los resultados son robustos para eliminar países u observaciones que representan mayormente cuentas de capital cerradas. En otras palabras, los resultados no son impulsados por una comparación entre países con cuentas de capital mayormente cerradas versus países con cuentas de capital mayormente liberalizadas –sino más bien por las diferencias en el desempeño entre países muy liberalizados y países con cuentas de capital completamente liberalizadas.

ii) los países con controles de capital tienden a tener una estructura de pasivos externos menos susceptible a las crisis; *iii*) los países con controles de capital y regulaciones prudenciales relacionadas con el sistema cambiario tienen una menor dependencia de préstamos en moneda extranjera (mientras que otras regulaciones prudenciales están asociadas con una menor incidencia de auges crediticios internos); y *iv*) los países con controles de capital y regulaciones cambiarias parecen tener mayor resiliencia al crecimiento durante un episodio de parada súbita.

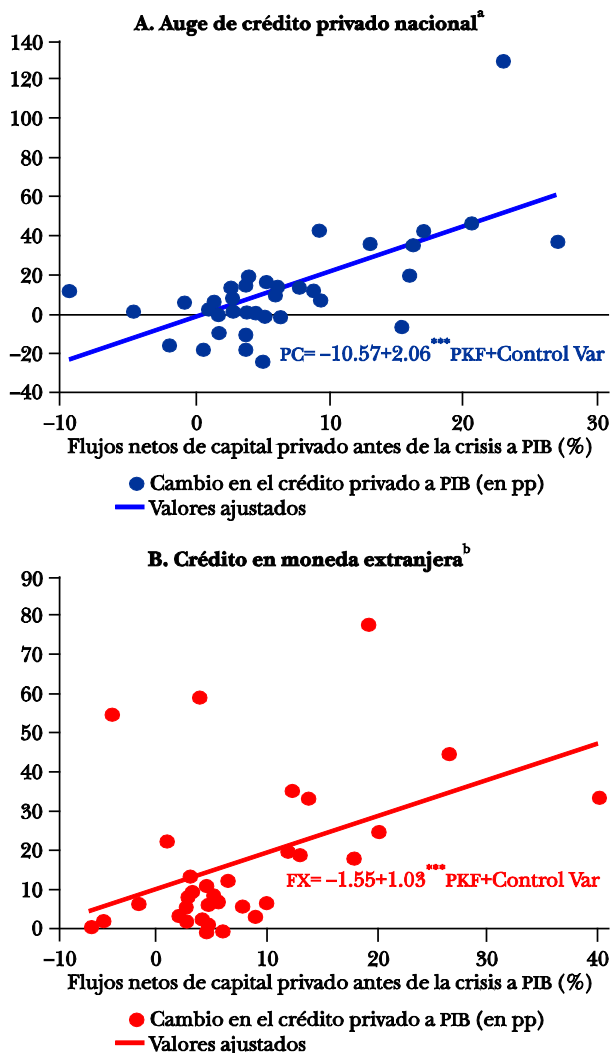
i) *Flujos de capital y auges crediticios*. Existe una fuerte asociación entre las entradas de capital y tanto los auges crediticios como los préstamos en moneda extranjera de los bancos nacionales (gráfica III).¹⁹ En una muestra de 41 países con mercados emergentes durante el período 2003-2007, y definiendo los auges y olas como el decil superior, la mitad de los auges crediticios están asociados con un ola en el flujo entrante de capital y esos mismos auges son también los que acabaron explotando. Se obtienen resultados similares si los auges y olas se definen con el cuartil superior, en cuyo caso el 90% de los auges está asociado con un ola de entradas de capital y, del 60% que explotaron, todos están asociados con un ola de entrada de capital.²⁰

ii) *Medidas de política y flujos de capital*. En línea con los hallazgos de estudios previos, los controles de capital –en particular sobre entradas para la compra de bonos y sobre el endeudamiento del sector financiero en el extranjero– están asociados con una menor proporción de pasivos de deuda en los pasivos externos totales (gráfica IV). También existe alguna evidencia de que las medidas prudenciales cambiarias están asociadas con una proporción menor de pasivos de deuda (las medidas prudenciales cambiarias pierden su

¹⁹ Otros artículos con hallazgos consonantes son: Kaminsky y Reinhart (1999), Demirguc-Kunt y Detragiache (2002), Barajas et al. (2007), Mendoza y Terrones (2008), y Rosenberg y Tirpak (2008).

²⁰ Los resultados obtenidos de una prueba de datos de panel de EME en el período 1995-2008 apoyan estos hallazgos, con flujos netos de capital asociados significativamente con auges de crédito internos. En total, como la mitad de los auges crediticios están asociados con una ola en la entrada de capitales y de los que terminaron en crisis, cerca del 60% está asociado con una ola de entrada de capitales.

GRÁFICA III. CRÉDITO INTERNO Y FLUJOS NETOS DE CAPITAL A PIB (en porcentajes)



FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

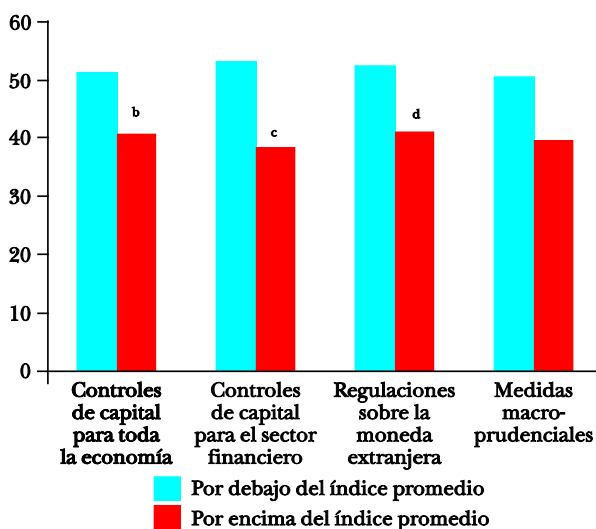
^a PC = cambio en el crédito privado nacional a PIB durante 2003-07 (en puntos porcentuales); PKF = flujos netos de capital privado antes de la crisis a PIB promedio durante 2003-07; Control Var = incluye la condición inicial (crédito privado a PIB en 2003) y el promedio del PIB per cápita real (en PPP) en 2003-07. ^b FX = indica crédito en moneda extranjera a PIB en 2007 (en porcentaje); PKF = indica el promedio de los flujos netos de capital privado antes de la crisis a PIB (en porcentaje) durante 2005-07; Control Var = incluye el crédito al sector privado a PIB en 2005, y una variable ficticia indica el régimen de tipo de cambio en 2007 (1 = fijo de facto; 0 = cualquier otro).

importancia, sin embargo, si también se incluyen controles de capital como regresor).

iii) *Medidas de política y auges crediticios.* Los controles a la entrada de capitales están asociados con la reducción de préstamos en moneda extranjera, pero no afectan los auges crediticios en general (gráfica V y Apéndice). Las medidas prudenciales cambiarias –especialmente los límites sobre las posiciones cambiarias

abiertas de los bancos y las regulaciones relacionadas con los préstamos locales en moneda extranjera– están fuertemente asociadas con una menor dependencia de los préstamos denominados en moneda extranjera, pero el efecto de estas medidas sobre los auges crediticios en general es débil. Las medidas prudenciales –especialmente los límites sectoriales sobre los requerimientos de los bancos para préstamos y reservas requeridas– están asociadas con una reducción en la frecuencia de los auges crediticios en general, pero no están asociados significativamente con la magnitud de préstamos en moneda extranjera.

GRÁFICA IV. PASIVOS DE DEUDA Y MEDIDAS DE POLÍTICA^a

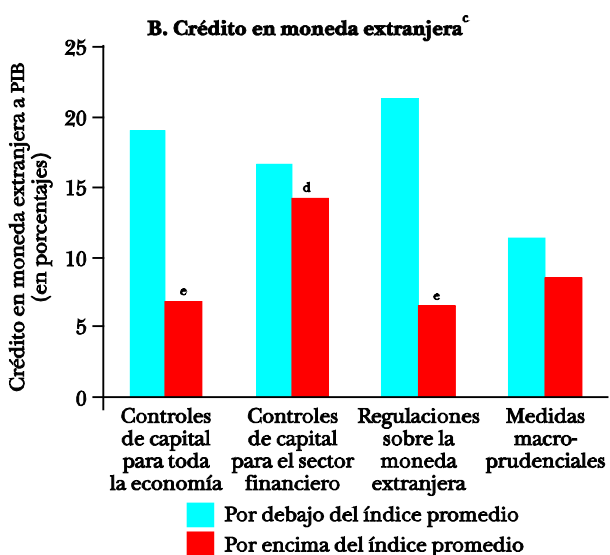
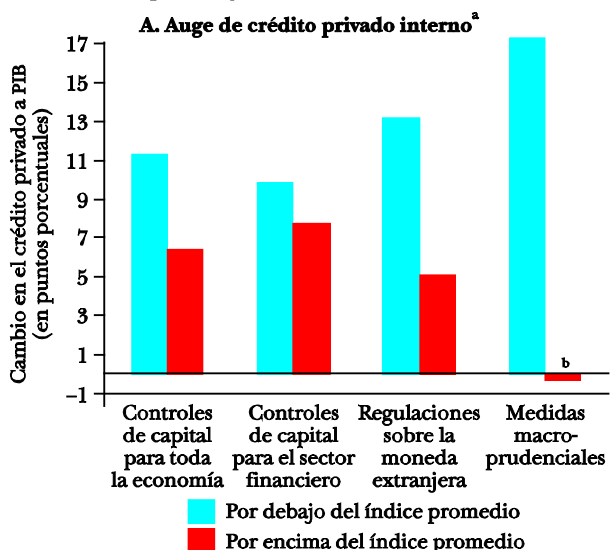


FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

^a Pasivos de deuda es el residuo (incluyendo la constante) que se obtuvo después de realizar la regresión de la participación de pasivos de deuda en el total de pasivos externos en 2007 (en porcentaje) en un índice compuesto de vulnerabilidad externa (rezagado). Los índices de política son promedios de 2000-2005, excepto para el índice de medidas macroprudenciales, el cual pertenece a 2005. ^{b,c,d} Indican significancia al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

iv) *Medidas de política y resiliencia a la crisis.* El experimento natural que ofreció la crisis financiera mundial de 2008-2009 (que representó un disparador exógeno común de crisis para los países con mercados emergentes) sugiere una mayor resiliencia de crecimiento en países que tenían controles de capital (especialmente sobre pasivos de deuda) o medidas prudenciales establecidas en los años previos a la crisis (gráfica VI). Una regresión del cambio en el crecimiento real del PIB durante 2008-2009 (relativa al desempeño de crecimiento de un país en 2003-2007) resulta en coeficientes positivos y estadísticamente significativos

GRÁFICA V. CRÉDITO INTERNO Y FLUJOS NETOS DE CAPITAL A PIB (en porcentajes)



FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

^a El auge del crédito privado es el residuo (incluida la constante) que se obtuvo luego de hacer la regresión del cambio en el crédito privado a PIB durante 2003-2007, sobre el crédito privado a PIB en 2003. Los índices de política son el promedio de 2000-2002, excepto para el índice de medidas macroprudenciales, el cual pertenece a 2005. ^b Indica insignificancia al 5%. ^c El crédito en moneda extranjera es el residuo (incluida la constante) que se obtuvo después de realizar la regresión del crédito en moneda extranjera a PIB en 2007 sobre el crédito privado a PIB en 2005 y una variable binaria que indica el régimen de tipo de cambio de facto en 2007 (igual a uno si es fijo y cero en otros casos). Los índices de política son promedios de 2003-05, excepto para el índice de medidas macroprudenciales que pertenece a 2005. ^{d,e} Indican significancia al 5% y 1%, respectivamente.

en regresiones individuales sobre *i*) controles de capital (especialmente controles sobre los pasivos de deuda para toda la economía); *ii*) regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera; y *iii*) otras medidas prudenciales (especialmente requerimientos de

reserva y restricciones a la concentración de préstamos otorgados a sectores individuales). Cuando los controles de capital y las medidas prudenciales relacionadas con moneda extranjera son introducidas en la regresión simultáneamente, los primeros retienen su significado estadístico; cuando los controles de capital y las medidas macroprudenciales son introducidos juntos, ambos siguen siendo significativos individualmente (cuadro A4). Esto sugiere algún grado de capacidad de sustitución entre los controles de capital y las medidas prudenciales relacionadas con moneda extranjera y complementariedad entre los primeros y las herramientas prudenciales para mejorar la resiliencia de crecimiento a la luz de los ciclos de auge y caída de la entrada de capitales.

VI. Diseño de instrumentos de control de capital

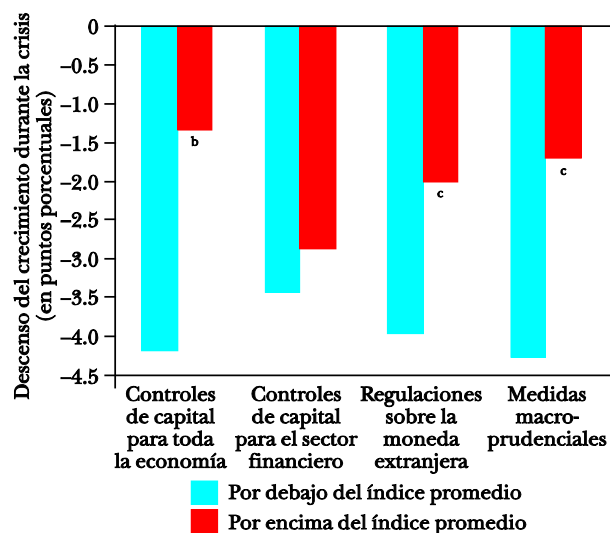
La discusión anterior señala diferentes situaciones en las cuales los controles de capital podrían estar indicados, pero deja varias preguntas abiertas acerca de su diseño.²¹ Aunque los aspectos específicos dependerán de las circunstancias del país, la meta es diseñar controles que sean *eficaces* (que alcancen el objetivo logrado y no sean fácilmente evitables) y *eficientes* (que minimicen las distorsiones y el alcance de la aplicación no transparente o arbitraria).²² Debe tenerse en

²¹ Los temas relacionados con el uso y diseño de políticas prudenciales para lidiar con los riesgos sistémicos, incluidos aquellos que surgen de los flujos de capital, se discuten en: FMI, "Macroprudential Policies: An Organizing Framework," a ser publicado.

²² Ver Ostry *et al.* (2010) para un resumen de estudios sobre la eficacia de los controles de capital, lo que sugiere que los controles son más efectivos en alterar la composición de las entradas de capital que el nivel agregado (sin embargo, la plausibilidad de una compensación total –un dólar menos que entre de un tipo que lleve a un dólar más de otros tipo en respuesta a un control dirigido– es dudosa). Cuando se imponen controles para fines de estabilidad financiera, desde luego, la intención usualmente es afectar la composición de las entradas de capital (y no necesariamente el volumen agregado); de hecho, alterar la composición al tiempo que se dejan los volúmenes agregados sin cambio podría permitir que el país se beneficie de las entradas de capital al tiempo que evita algunos de los riesgos. La eficacia también se debe juzgar contra los objetivos del instrumento utilizado. Por ejemplo, a menudo se considera que el requerimiento de reservas no remuneradas de Colombia (2007-2008) no fue efectivo ya que hubo poco impacto visible sobre la tasa de apreciación de la moneda. Pero la medida era un requere-

cuenta que en muchas circunstancias los controles de capital no serán necesarios del todo, en vista de que el uso juicioso de políticas macroeconómicas y herramientas prudenciales (que no sean tan discriminatorias como los controles de capital) serán suficientes para lidiar con los riesgos. Igualmente, es importante al considerar las medidas, no permitir que lo perfecto se convierta en enemigo de lo bueno; es probable que varias herramientas sean necesarias y enfocarse en el diseño perfecto de sólo una de ellas probablemente será contraproducente. En el resto de esta sección, contestamos varias preguntas relacionadas con el diseño de controles.

GRÁFICA VI. RESILIENCIA DE LA CRISIS Y MEDIDAS DE POLÍTICA^a



FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

^a La resiliencia de la crisis es el residuo (incluida la constante) obtenida después de realizar la regresión de la diferencia de tasas de crecimiento promedio del PIB real durante 2003-2005 y 2003-2007 sobre el crecimiento de los socios comerciales y los términos del intercambio. Los índices de política son promedios durante 2000-2002, excepto para el índice de medidas macroprudenciales que pertenece a 2005. ^{b,c} Indican significancia al 5% y el 10%, respectivamente.

rimiento de reservas no remuneradas sobre endeudamiento extranjero y las entradas de capital de cartera (junto con límites a las posiciones de derivados de divisas de los bancos) y no cubría otros flujos como inversión extranjera directa, que abarca la mayoría de las entradas de capital. Mientras que las entradas de capital agregadas ciertamente aumentaron en el período posterior a la imposición del requerimiento de reservas no remuneradas (lo que sugiere una ineficacia de los controles), los flujos de endeudamiento no provenientes de inversión extranjera directa y los flujos de cartera –sobre los cuales se habían aplicado los controles– disminuyeron sustantivamente. Este cambio en la composición también podría reflejar una evasión de los requerimientos de reservas no remuneradas a través del sector financiero no regulado.

¿Se deberían imponer controles solo para enfrentar flujos que se espera vayan a ser temporales? En Ostry et al. (2010), enfatizamos que los controles por razones macroeconómicas solo deberían ser utilizados para enfrentar entradas de capital que se espera vayan a ser temporales, sobre la base de que el tipo de cambio debería ajustarse a los choques permanentes.²³ Para preocupaciones prudenciales, la distinción entre flujos transitorios y persistentes es menos relevante, ya que ambos presentan riesgos a la estabilidad financiera –ciertamente, se podría decir que los flujos persistentes serían más peligrosos en términos de alimentar los auges en los precios de los activos. En vista de que la preocupación clave es una ola que pudiera abrumar el marco regulatorio normal, tanto los controles de capital como las medidas prudenciales pueden ser fortalecidas o impuestas para contrarrestar el ciclo crediticio –permaneciendo en operación hasta que los flujos hayan disminuido o se hayan revertido. Una posibilidad, que es más fácil de implementar para medidas basadas en precio, es mantener el aparato administrativo o los acuerdos administrativos establecidos permanentemente para poder aplicar un impuesto o requerimientos de reservas no remuneradas cuando sea apropiado, reduciendo la tasa (posiblemente a cero) cuando ya no sean requeridos. Esto podría ser administrativamente útil al evitar la necesidad de establecer un aparato desde cero cuando las entradas de capital presentan una ola, pero debe reconocerse que ajustar el requerimiento de reservas no remuneradas o la tasa impositiva no debería ser una respuesta automática dada la necesidad de asegurar que se cumplan los requerimientos de control de la política.

¿Deberían los controles ser amplios o enfocados en los flujos más riesgosos? Esto depende del propósito para el cual se estén contemplando los controles. Cuando se imponen por razones macroeconómicas, los controles se deberían aplicar ampliamente a todos los tipos de entradas de capital, ya

²³ Dese luego, es difícil determinar en tiempo real si un flujo entrante de capital será temporal, pero las entradas de capital que alejan el tipo de cambio del punto de equilibrio podrían ser más temporales, ya que presumiblemente estarían sujetas a revertirse en el futuro en la medida que la reacción excesiva se corrija. Para determinar la probabilidad de que el tipo de cambio haya reaccionado en exceso, es importante permitir el impacto de los cambios en los fundamentos en el equilibrio del tipo de cambio; ver también: IMF's Global Financial Stability Report (abril 2010) sobre los factores que afectan los flujos de capital y su probable persistencia.

que lo importante para el tipo de cambio y la competitividad es la entrada de capital agregada. (Es posible hacer un enfoque más dirigido si la mayoría de los flujos resultan ser de un mismo tipo, pero se debe tener en cuenta la probabilidad de un cambio endógeno en el tipo de flujos.) Para las preocupaciones de estabilidad financiera, los controles pueden estar dirigidos más específicamente a las formas más riesgosas de entradas de capital (generalmente, deuda denominada en moneda extranjera, de corto plazo, algunos tipos de flujos de cartera). Sin embargo, existe un *tradeoff* en términos de su eficacia en aplicar controles más enfocados, ya que la evasión puede entonces ocurrir más fácilmente a través de las transacciones exentas, reetiquetado, o el mercado de derivados (ver más adelante).

¿Cómo se puede limitar la evasión? Las transacciones corrientes sin restricción y las transacciones liberalizadas de capital a menudo son utilizadas para evadir los controles de capital. No residentes que venden bienes en un país pueden recibir el pago en moneda local e invertirlo internamente, evitando así los controles sobre entradas de capital. Si los controles se imponen solo al flujo entrante de capital, o si sólo la conversión de moneda extranjera a moneda local es tasada, el producto de la inversión puede ser transferido al exterior sin ser afectado por los controles.

El requerimiento de reservas no remuneradas colombiano parece haber sido exitoso en reducir las entradas de capital de cartera a los que iba dirigida, aunque en general las entradas de capital realmente aumentaron debido a un gran aumento en la inversión extranjera directa (cuadro 2). Mucho de este cambio en la composición puede haber sido impulsado por un *reetiquetado* de los flujos (incluida la inversión extranjera directa financiera utilizada para evadir los controles sobre flujos de cartera). En vista de que la inversión extranjera directa por lo general es considerada como un beneficio para la economía, a menudo está exenta de controles.²⁴ Pero esto aporta una importante avenida para la evasión con el *reetiquetado* de flujos. Cuando los controles tienen una cobertura específica (por ejemplo, solo sobre deuda), los inversionistas extranjeros pueden tratar de entrar al país en forma de entradas

²⁴ Ver Reaping the Benefits of Financial Globalization, IMF Occasional Paper No. 264 (2008), sobre los beneficios a mediano plazo de la inversión extranjera directa en el crecimiento económico.

de capital exentas de impuestos (por ejemplo, inversiones accionarias). Una vez adentro, pueden comprar un instrumento de deuda por medio de una empresa fantasma o vender las acciones locamente y utilizar el producto para comprar deuda –evitando así el control. (Sin embargo, es probable que al menos los grandes inversionistas institucionales se vean disuadidos de tratar de evitar los controles, ya que esto limitaría su recurso al sistema jurídico nacional para hacer cumplir las obligaciones.) La repatriación de moneda extranjera por parte de residentes también podría necesitar estar sujeta a los controles para prevenir la evasión por medio de transacciones entre residentes y no residentes en el exterior.

Otro camino para la evasión podría ser el uso de mercados de derivados, en el caso de las EME donde esos mercados son profundos y líquidos. Un inversionista extranjero que quiera una cierta cantidad de exposición a activos locales sin pagar el impuesto sobre el monto completo podría comprar un instrumento derivado (de tal manera que los flujos hacia el país sean sólo el margen requerido en lugar de toda la exposición deseada). Mientras que esto reduciría los ingresos recolectados, el control de capital alcanzaría su propósito de reducir el flujo entrante agregado. Sin embargo, en la medida que la contraparte local en la transacción del derivado (como un banco local) trate de buscar cobertura, esto requerirá el mismo flujo (pero ahora entre el banco local y, usualmente, otra parte extranjera). Si la segunda transacción no es gravada, entonces el uso de derivados esencialmente permite la evasión del control sobre el flujo entrante.²⁵ Pero si es gravada a la misma tasa que lo hubiera sido la entrada de capital original, entonces el banco local debe cobrar proporcionalmente más por la transacción del derivado, y el inversionista extranjero enfrenta el mismo costo que si hubiera pagado el impuesto sobre el instrumento original en lugar de comprar exposición en el mercado de derivados. La experiencia de Brasil con su impuesto IOF es una lección en este sentido –sugiriendo que características específicas de diseño

²⁵ Nótese que si el endeudamiento bancario (por ejemplo, de una matriz o subsidiaria) no es gravado, esto en sí mismo ofrece un portillo a los controles de capital; sin embargo, la capacidad del banco de explotar este portillo podría estar limitado por regulación de su posición en moneda extranjera abierta. En el ejemplo considerado aquí, el banco cierra su posición de derivados de moneda extranjera con endeudamiento externo.

RECUADRO 6. EFICACIA DE LOS CONTROLES DE CAPITAL: BRASIL Y COLOMBIA

Tanto Brasil como Colombia han utilizado controles sobre entradas de capital para atender sus preocupaciones de competitividad externa y para aumentar la independencia de la política monetaria. Existen similitudes, pero también diferencias importantes, en las experiencias de los dos países (aparte del uso de un impuesto vs. un requerimientos de reservas no remuneradas; recuadro 7). Mientras que inicialmente el requerimiento de reservas no remuneradas cubría solo el endeudamiento externo en Colombia, a la postre en ambos países los controles estaban dirigidos a flujos de cartera –ingresos fijos y acciones, el último, en parte, para prevenir que los extranjeros entren por medio del mercado accionario y conviertan su inversión en instrumentos de renta fija. Colombia aplicó una exención a la emisión accionaria por medio de *American Depository Receipts* (título físico que respalda el depósito de acciones de sociedades constituidas en EUA, en un banco de ese país, ADR). Brasil hizo lo mismo inicialmente, pero luego impuso un impuesto a la emisión de los ADR, en vista de que la conversión de los ADR a acciones locales podía utilizarse para evadir los controles.

En ambos países, los mercados de derivados *onshore* y *offshore* estaban lo suficientemente desarrollados para ofrecer caminos para la evasión. En el caso de Colombia, esta estrategia de evasión fue reducida con una medida prudencial que limitaba la posición bruta general del banco en derivados relacionados con moneda (aunque hubo un incremento sustancial en la compra y venta de derivados *offshore* por parte de los fondos de pensión, que no estaban sujetos a esos límites) –un ejemplo de políticas prudenciales que complementan controles de capital. En lugar de estar sujetos al impuesto completo sobre la cantidad nominal de exposición a un activo local, el inversionista extranjero podía:

Onshore

- Realizar transacciones en el mercado *onshore* de derivados donde solo estarían sujetas al impuesto/requerimientos de reservas no remuneradas sobre el requisito de margen (mucho menor que la exposición nominal). Por ejemplo, el inversionista extranjero podía vender dólares a futuro, beneficiándose de cualquier apreciación de la moneda local superior al diferencial de la tasa de interés.
- En este caso, el impuesto sería efectivo ya que solo una pequeña fracción del monto nominal entraría como flujo de capital y el impacto correspondiente sobre el tipo de cambio sería menor.
- Sin embargo, si la contraparte de esta posición de derivados es un banco local, típicamente cubrirá su exposición y, al hacerlo, genera el mismo flujo entrante de capital (que el monto nominal). Por ejemplo, el banco tomaría prestados dólares de sus operaciones extranjeras, los convertiría a moneda local e invertiría en un activo local, entregaría la moneda local al inversionista extranjero y utilizaría los dólares entregados por el inversionista extranjero para pagar el préstamo en dólares. En vista de que las transacciones entre las operaciones nacionales y extranjeras de un banco no fueron cubiertas ni por el impuesto brasileño ni el requerimiento de reservas no remuneradas colombiano, esto se convirtió en un portillo importante. (El banco no podía participar en este arbitraje de tasas de interés entre divisas sin una contraparte en el mercado de derivados, ya que esto lo expondría a riesgo monetario y violaría los límites de moneda extranjera abiertos.)

Offshore

- El inversionista extranjero podría vender dólares a futuro en una plaza *offshore* (fuera de la jurisdicción del control de capital).
- Si la contraparte también está fuera del país, no hay flujo entrante de capital. Típicamente, es probable que la contraparte sea un banco local (o un banco extranjero con presencia local) para poder entregar la moneda local.
- El banco local podría cubrir su exposición con endeudamiento en dólares *offshore*, vendiéndolo al contado, invirtiéndolo y luego entregando la moneda local al inversionista extranjero una vez recibida la divisa que sería utilizada para pagar el préstamo en dólares. De nuevo, debido a que las transacciones entre las operaciones extranjeras y nacionales del banco no estaban cubiertas por las medidas brasileñas o colombianas, el mercado de derivados tenía este importante portillo.

Los costos de transacción involucrados en estas transacciones de derivados no son insignificantes, desalentando así algunas entradas de capital, pero tienden a ser menores que el impuesto/requerimientos de reservas no remuneradas sobre las entradas de capital (y no generan ingresos/ganancias al gobierno, sólo cargos a los bancos involucrados). En tanto las restricciones a las posiciones brutas en moneda pueden limitar potencialmente la cobertura por razones legítimas, esto debe ser ponderado contra el beneficio de cerrar el portillo.

El requerimiento de reservas no remuneradas colombiano parece haber sido exitoso en reducir las entradas de capital de cartera a los que iba dirigida, aunque en general las entradas de capital realmente aumentaron debido a un gran aumento en la inversión extranjera directa (cuadro 2). Mucho de este cambio en la composición puede haber sido impulsado por un *reetiquetado* de los flujos (incluida la inversión extranjera directa financiera utilizada para evadir los controles sobre flujos de cartera).

Cuadro 2

COLOMBIA: FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO ANTES Y DESPUÉS DE LOS CONTROLES DE CAPITAL
(FLUJOS PROMEDIO MENSUALES)

(En millones de USD)

<i>Categoría</i>	<i>Antes</i>	<i>Después</i>	<i>Cambio (antes – después)</i>
<i>Total</i>	99.6	104.9	5.3
Total, diferente de IED	3.7	-32.8	-36.4
Endeudamiento	-10.8	-17.1	-6.3
Cartera (no residentes)	25.2	-3.6	-28.8
Cartera (residentes)	-4.7	-18.1	-13.3
IED	95.9	137.7	41.8

FUENTE: Clement y Kamil (2009).

NOTA: Antes representa el flujo promedio para el periodo del 6 de julio de 2006 al 6 de mayo de 2007. Después representa el flujo promedio para el periodo del 7 de mayo de 2007 al 4 de julio de 2008.

no inherentes al impuesto sobre las entradas de capital de hecho abrieron un portillo significativo que menoscabó la eficacia de la medida (recuadro 6); habiendo dicho esto, muchas EME actualmente no tienen mercado de derivados tan grandes, por lo que al menos los mercados locales podrían no ofrecer tanta oportunidad para la evasión.

En resumen, los controles de capital podrían necesitar una cobertura más amplia (de lo que sería deseable) para reducir el alcance de la evasión; aún así, alguna evasión es inevitable mientras los incentivos para esta práctica excedan los costos. En los países con mercados financieros sofisticados, el diseño del control debe tomar en consideración los posibles portillos por el uso de derivados. Para asegurar la eficacia, usualmente se requiere una capacidad administrativa con costos significativos. Por lo tanto, es importante ponderar los beneficios de limitar la evasión contra los costos de estas medidas, que serán pagados no sólo por las autoridades sino también por los bancos, que son usualmente necesarios para ayudar a implementar los controles.

¿Deberían los controles ser administrativos (basados en cantidad) o basados en precio? Los controles podrían estar basados en el precio (por ejemplo, un impuesto o requerimientos de reservas no remuneradas –ver recuadro 7), o ser administrativos (cuantitativos) –topes/límites (por ejemplo, basados en capital), requerimientos de autorización o prohibiciones directas a ciertos flujos.²⁶ El instinto de los economistas, basado en la literatura especializada, es que aunque siempre es posible encontrar controles de precio y cuantitativos equivalentes, los primeros son preferibles porque son menos opacos o sujetos a aplicación arbitraria.²⁷ Las medidas basadas

²⁶ En la práctica, los países a menudo introducen medidas de precio y cuantitativas simultáneamente. Por ejemplo, Colombia (2004), Rusia (2004) y Tailandia (2008) adoptaron restricciones cuantitativas junto con un requerimiento de reservas no remuneradas. Unos pocos países más, como China e India, fortalecieron los controles administrativos en respuesta a la ola precrisis, pero su experiencia es menos reveladora porque ya habían tenido un extenso sistema de controles cuantitativos establecido.

²⁷ En parte esto se debe a que, en el comercio internacional, los aranceles automáticamente generan ingresos para

en precio podrían ser más fáciles de ajustar cíclicamente y algunas formas son más simples de administrar, pero cuando las autoridades enfrentan asimetrías de información e incertidumbre acerca de la respuesta del sector privado, puede ser difícil calibrar apropiadamente la medida basada en precio (Weitzman, 1974). Las asimetrías de información son particularmente relevantes en el sector financiero, donde las autoridades no tienen acceso a la información adquirida por los prestamistas acerca de la solvencia de los prestatarios.²⁸ Por lo tanto, un método práctico podría ser que las medidas basadas en precio son preferibles en general, mientras que las medidas administrativas (por ejemplo, límites a ciertos flujos) –siempre y cuando pueden ser transparentes y basadas en reglas– podrían ser más apropiadas para fines prudenciales, en particular cuando se aplican al sector financiero.

¿Qué otras consideraciones deben ser tomadas en cuenta? Más allá de las consideraciones discutidas arriba (y resumidas en el diagrama 3), muchas veces un factor determinante en el diseño de controles de capital es la facilidad administrativa de imponer medidas particulares, dada la organización institucional del país.

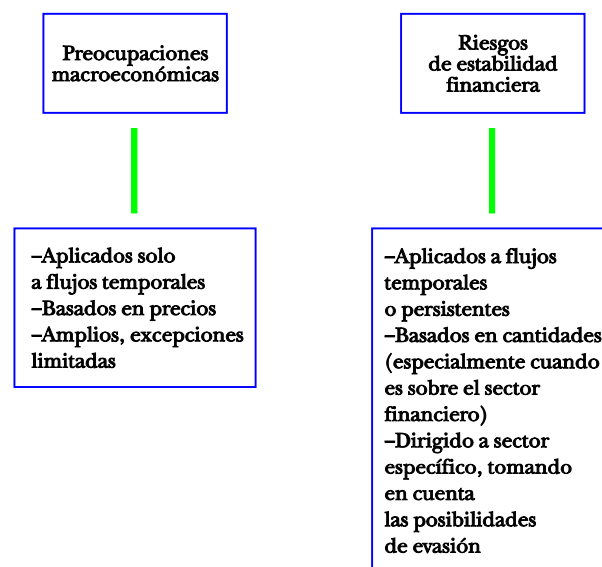
Los controles consistentes con prácticas existentes pueden ser insertados más rápida y fácilmente, y serán aplicados con mayor eficacia, re-

el gobierno, mientras que las restricciones cuantitativas generan rentas que se devengan para quien tenga la cuota (aunque el gobierno puede tratar de recapturar esas rentas subastando la cuota en lugar de asignarla; ver Schuknecht, 1999). Por analogía, los impuestos sobre las entradas de capital generan ingresos; sin embargo, esta es una espada de doble filo ya que el gobierno que depende de esos ingresos podría estar renuente a eliminar el impuesto cuando ya no es necesario para fines prudenciales. Ver también Magud *et al.* (2006) sobre la (no) equivalencia de las medidas basadas en precio y en cantidad.

²⁸ La mayoría de la regulación financiera nacional es cuantitativa (por ejemplo, reglas que limitan la posición cambiaria abierta de los bancos en relación con su capital) o una combinación de medidas basadas en precio y cantidad (por ejemplo, requisitos de solvencia) –presuntamente debido a pequeñas malas percepciones acerca de los incentivos de sector privado y la reacción puede resultar en riesgo excesivo, con efectos adversos sobre la estabilidad financiera. Por ejemplo, los movimientos grandes en el tipo de cambio pueden acabar con el capital del banco en presencia de posiciones cambiarias abiertas de tamaño considerable, por lo que es entendible que el regulador busque poner un tope a la exposición en vez de ponerle un precio a ese riesgo y cargarlo al capital del banco. Algunas formas de préstamos son tan riesgosas que el regulador podría decidir prohibirlas totalmente (por ejemplo, coeficiente préstamo a valor muy alto o préstamos en moneda extranjera a hogares).

duciendo así la evasión. En algunos casos, medidas nuevas para manejar las entradas de capital no son necesarias, sino que sólo se requiere una mejor implementación, por ejemplo, mejor seguimiento a su observancia por parte de los bancos o avanzar en hacer que se cumplan. Por lo tanto, la capacidad administrativa es crítica y los países deberían –si todas las otras consideraciones son iguales– optar por medidas que se ajusten a sus fortalezas administrativas relativas. Por ejemplo, si la capacidad de administración del tipo de cambio de un banco es débil, entonces un impuesto sobre las entradas de capital implementado por la autoridad fiscal podría ser más efectivo. También se debe dar consideración al carácter y la calidad de la gobernanza del país, ya que las medidas podrían estar sujetas a dilución por medio del cabildeo, por una parte, o ser administradas de manera arbitraria o corrupta, por la otra.

DIAGRAMA 3. CONTROLES DE CAPITAL: CONSIDERACIONES DE DISEÑO^a



^a Se supone que el espacio de política macro ha sido agotado y que las consideraciones multilaterales se ha tomado en cuenta.

En la práctica, las instituciones financieras a menudo serán la piedra angular de la implementación de los controles, requiriendo de una supervisión cuidadosa para asegurar el cumplimiento. Esta supervisión es distinta de, y adicional a, la supervisión prudencial normal y puede ser realizada por la autoridad supervisora, el banco central y, posiblemente, la autoridad fiscal.

Con respecto a los controles basados en precio, la elección entre impuestos sobre entrada de capitales y requerimientos de reservas no remuneradas

RECUADRO 7. IMPUESTOS VS. REQUERIMIENTOS DE RESERVAS NO REMUNERADAS

Los ejemplos de *libro de texto* de controles de capital basados en precio son impuestos sobre las entradas de capital y requerimientos de reservas no remuneradas. Los requerimientos de reservas no remuneradas tienen un efecto similar al de los impuestos ya que requieren que parte del flujo entrante sea depositado en una cuenta no remunerada por un período de tiempo. Ambos tipos de controles colocan una carga mayor sobre los flujos a corto plazo (por ejemplo, pagar un impuesto de entrada tiene un mayor impacto sobre el rendimiento neto de un capital a un año que sobre una inversión a diez años). Mientras que los requerimientos de reservas no remuneradas tienen un elemento administrativo (es decir, cuantitativo), es sencillo calcular una tasa equivalente de impuesto para el requerimientos de reservas no remuneradas, que será una función del nivel de requerimientos de reservas no remuneradas como proporción de la inversión y el costo de oportunidad de esos fondos (en un ambiente de tasa de interés baja, sin embargo, podría requerirse un depósito sustancial para que sea efectivo, probablemente causando preocupaciones de liquidez). Algunos ejemplos son:

- Chile estableció un requerimiento de reservas no remuneradas en 1991 a una tasa del 20% (de duración variable dependiendo del vencimiento del crédito). La tasa fue aumentada posteriormente al 30% y el período del depósito se estableció en un año, sin importar el vencimiento del crédito. La cobertura del requerimiento de reservas no remuneradas también se expandió. La tasa se redujo a cero en 1998.
- Colombia aplicó un requerimiento de reservas no remuneradas de seis meses del 40% en 2007. Los retiros antes del final del período de seis meses estaban sujetos a penalizaciones sustantivas. En junio de 2007, las acciones emitidas en el extranjero quedaron exentas; en diciembre, el requerimiento de reservas no remuneradas sobre la oferta pública de venta de activos financieros fue eliminado y las multas por retiro anticipado fueron reducidas. Las presiones persistentes de apreciación llevaron a un aumento en el requerimiento de reservas no remuneradas del 50% en mayo de 2008. Para prevenir la evasión, se estableció un mínimo de permanencia de dos años sobre la inversión extranjera directa entrante.
- Tailandia implementó un requerimiento de reservas no remuneradas por seis meses del 30% a finales de 2006. Los retiros anticipados estaban sujetos a aprobación del Bank of Thailand y eran penalizados con la retención de un tercio del depósito, es decir, un impuesto del 10% sobre el valor de la transacción. Más adelante, los flujos de deuda que estaban completamente cubiertos quedaron exentos del requerimiento de reservas no remuneradas. Finalmente, el requerimiento de reservas no remuneradas se eliminó en marzo de 2008.
- Rusia introdujo varios requerimientos de reservas no remuneradas diferentes en 2004: un requerimiento de reservas no remuneradas del 3%, 365 días sobre endeudamiento extranjero; un requerimiento de reservas no remuneradas del 20%, 365 días sobre transacciones con bonos gubernamentales; un requerimiento de reservas no remuneradas del 3%, 365 días sobre transacciones con otros valores; un requerimiento de reservas no remuneradas del 50%, 15 días para préstamos denominados en rublos para residentes y ciertas transacciones de valores; y un requerimiento de reservas no remuneradas de 3%, 365 días para préstamos en rublos a residentes y transacciones específicas de valores locales. Los requerimientos de reservas no remuneradas fueron levantados en 2006.
- Brasil implementó un impuesto (IOF) sobre ciertas entradas de capital en marzo de 2008, a una tasa del 1.5%. El impuesto fue eliminado al principio de la crisis mundial, pero fue reintroducido en octubre de 2009, con un impuesto del 2% sobre acciones extranjeras y entradas de capital de rendimiento fijo y un impuesto del 1.5% que se aplica cuando inversionistas extranjeros convierten los ADR en ingresos por acciones emitidas localmente. Posteriormente, la tasa de impuesto aumentó en dos etapas hasta el 6% para entradas de capital de renta fija y se extendió a los derivados.

Los requerimientos de reservas no remuneradas pueden crear costos de liquidez, en vista de que parte de los fondos no está disponible inmediatamente al inversionista y el depósito por el requerimiento de reservas no remuneradas no es útil como garantía para una contraparte que no sea el banco central. Mientras

que esto sirve para disuadir los flujos de capital, involucra una pérdida de eficiencia (en el sentido de que sería más eficiente disuadir los flujos por medio de una tasa de impuestos más alta que por medio de la iliquidez). Por otra parte, los requerimientos de reservas no remuneradas que son depositados en moneda extranjera inmediatamente reducen la presión sobre el tipo de cambio por el monto del depósito, mientras que el impuesto, que generalmente se paga en moneda local, requiere la conversión de moneda extranjera a moneda local, con la consecuente presión sobre la tipo de cambio. Dada la similitud entre los requerimientos de reservas no remuneradas y los impuestos a las entradas de capital, la selección entre los dos usualmente es impulsada por consideraciones administrativas. Típicamente, el banco central tiene la autoridad de imponer requerimientos de reservas no remuneradas pero no tiene la autoridad para imponer impuestos. Eso explica por qué la mayoría de los países han adoptado requerimientos de reservas no remuneradas. En el caso particular de Brasil, el impuesto a la entrada de capitales había sido creado en el pasado y el Ministerio de Finanzas tiene la autoridad de ajustar la tasa. A diferencia de un impuesto, un requerimiento de reservas no remuneradas usualmente puede ser eliminado (o establecido en cero) más fácilmente porque el presupuesto no depende directamente de sus ingresos, pero podría ser más oneroso de administrar que un impuesto.

podría depender de si se requiere de una aprobación parlamentaria para introducir un impuesto (o para cambiar su tasa), mientras que el banco central por lo general tiene la autoridad de introducir o modificar los requerimientos de reserva. Sin embargo, el requerimiento de reservas no remuneradas requiere de una administración relativamente compleja debido a que el monto depositado debe ser devuelto al inversionista después de la expiración del período de reserva. La complejidad aumenta de acuerdo con los diferentes períodos de reserva y tasas de requerimientos de reservas no remuneradas; por ejemplo, cuando las tasas de requerimientos de reservas no remuneradas y los períodos de reserva son ajustados y los bancos deben mantener reservas basadas en las condiciones previas hasta su expiración. La administración del impuesto parece ser más fácil. El impuesto puede aplicarse al momento en que la moneda extranjera se convierte a local para los propósitos que están sujetos a impuestos (ver recuadro 7 sobre el caso de Brasil). No es necesario ningún seguimiento adicional, aunque se debería mantener documentación para dar seguimiento al cumplimiento. Los agentes fiscales pueden ser corredores en el mercado de valores, depositarios de valores o administradores de fondos. Una consideración final sobre la parte administrativa se relaciona con las obligaciones internacionales, que podrían restringir el uso de controles como resultado de acuerdos bilaterales, regionales o multilaterales: ver recuadro 5.

VII. Conclusiones

Los controles de capital son una parte importante

de la caja de herramientas de política para manejar las oleadas de entradas de capital, además de las políticas macroeconómicas y prudenciales. Un prerrequisito para utilizar controles de capital es que las políticas macroeconómicas nacionales estén bien establecidas y las políticas prudenciales no discriminatorias hayan sido ajustadas en la medida posible. Esto requiere que el tipo de cambio sea consistente con el nivel multilateral fundamental a mediano plazo; que la política fiscal y monetaria sean consistentes con la sostenibilidad de la balanza interna y la deuda pública ante la entrada de capitales; y que las reservas oficiales hayan sido robustecidas desde la perspectiva de seguro-país. Una vez que los prerrequisitos macroeconómicos para invocar controles de capital hayan sido cumplidos (pero no antes), y si las medidas no son suficientes o no son efectivas, se pueden usar controles de capital para mitigar los riesgos asociados con las olas de entradas de capital.

La mezcla apropiada de regulaciones prudenciales y controles de capital depende de los canales utilizados para la entrada de capitales a la economía y, por lo tanto, de los riesgos específicos provocados por las olas. Cuando los riesgos provienen de endeudamiento externo directo donde los préstamos no pasaron efectivamente por el sector financiero regulado, los controles de capital podrían ser la mejor herramienta para prevenir un aumento en los pasivos externos riesgosos y el posible riesgo cambiario asociado, dado que a menudo no será posible expandir el perímetro de las regulaciones prudenciales de manera eficiente u oportuna. Cuando las instituciones financieras reguladas intermedian los flujos, el endeudamiento excesivo de los bancos (especialmente con deuda a corto plazo), la

exposición crediticia ante prestatarios sin cobertura, el riesgo cambiario en los balances generales de los bancos, y riesgos económicos más amplios asociados con aumentos en los precios de los activos, son todos relevantes para el diseño de un paquete prudencial. Las políticas deberán estar dirigidas a los riesgos específicos, pero en vista de la variedad de restricciones institucionales y factores específicos de los países, es probable que sea necesario un conjunto de medidas complementarias en lugar de utilizar un solo instrumento altamente restrictivo.

Para diseñar el componente de control de capitales en el paquete general para lidiar con los flujos entrantes, es necesario tomar en cuenta tanto la persistencia como la volatilidad de tales entradas de capital. Una estructura institucional que permita la variación cíclica del grado de restricción de los controles podría ser una opción para moderar el impacto de los ciclos de auge y caída. Los controles probablemente deberían ser amplios cuando las preocupaciones macroeconómicas son las principales, pero podrían estar dirigidas a los flujos más riesgosos cuando la estabilidad financiera es lo que más preocupa. En los países con mercados financieros sofisticados, podría ser necesario utilizar controles y regulaciones prudenciales en conjunto para cerrar los portillos, incluso en los mercados de derivados. En cuanto al uso de medidas basadas en precio versus en cantidad, las primeras podrían ser preferibles cuando se aplican por razones macroeconómicas, mientras que las medidas administrativas (incluida la prohibición de ciertos flujos), podrían ser apropiadas cuando los controles son usados para propósitos de estabilidad financiera, especialmente dentro del sector financiero. Las medidas administrativas, sin embargo, deben ser transparentes y basadas en reglas para evitar un comportamiento potencial de búsqueda de rentas. Finalmente, una variedad de características institucionales son relevantes para diseñar medidas de control a la entrada de capitales, incluida la descripción de dónde yacen las responsabilidades de manejar los riesgos de estabilidad financiera provenientes de los entradas de capital, así como la naturaleza de las asociadas con los compromisos derivados de acuerdos internacionales, regionales o bilaterales de inversión.

Análisis empíricos

Este apéndice presenta algunos resultados empíricos sobre el impacto de los controles de capital y las medidas de política prudenciales sobre la composición de las entradas de capital, los auges de crédito y la resiliencia a la crisis para inferir la eficacia de los diferentes tipos de herramientas prudenciales en reducir las vulnerabilidades financieras asociadas con la entrada de capitales. La muestra consiste de 41 EME y la estimación se basa en datos transversales, que cubren la crisis financiera más reciente así como los datos de panel anuales para el período 1995-2008.²⁹

1) *Medición de los controles de capital y las políticas prudenciales*

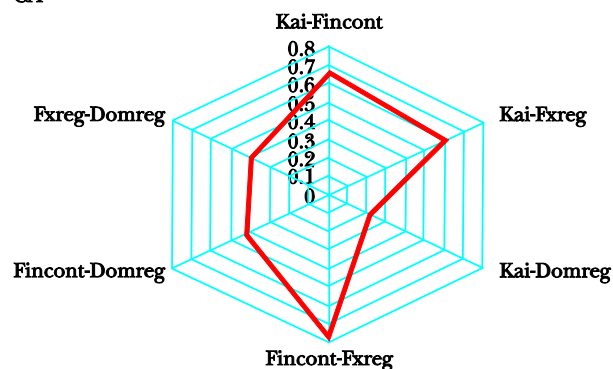
Una evaluación empírica del efecto de los controles de capital y las regulaciones prudenciales para limitar las vulnerabilidades financieras y mejorar la resiliencia de crecimiento durante las crisis económicas, requiere de la descripción cuantitativa de estos instrumentos de política. Al igual que muchas variables de política, los controles de capital y las medidas prudenciales son conceptos difíciles de medir. Aunque en años recientes –mientras la globalización financiera ha ganado impulso– se han hecho esfuerzos para documentar las medidas *de jure* de apertura de las cuentas de capital (por ejemplo, Chinn e Ito, 2008; Schindler, 2009), los estudios en diferentes países a menudo han tenido que utilizar medidores *de facto* o variables de resultado (por ejemplo, coeficientes crédito a PIB, préstamos a depósitos, etc.) como representaciones para las regulaciones prudenciales.

Para un análisis de eficacia de una política como el que se ha hecho aquí, es necesario tener información tanto sobre las medidas *de jure* como de los resultados *de facto*. Para crear medidas *de jure* de controles de capital y herramientas prudenciales que podrían servir como insumos para nuestro análisis empírico, dependemos de la información contenida en el Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (informe sobre controles cambiarios, AREAER) del FMI y un censo interno entre las oficinas de país. Utilizando esta información, construimos tres tipos de indicadores para reflejar los diferentes aspectos de los controles de capital y

²⁹ La muestra completa consiste de 50 EME, pero las limitaciones de datos restringen la muestra utilizable a 41 países.

las regulaciones prudenciales: *i*) controles de capital sobre el sector financiero (Fincont); *ii*) regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera (Fxreg); y *iii*) otras medidas prudenciales sobre el sector financiero (Domreg).

GRÁFICA A.I. CORRELACIÓN ENTRE MEDIDAS DE POLÍTICA^a



FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

^a KAI = controles de capital de Schindler (2005) sobre el índice de entradas de capital en 2005. Fincont = promedio de variables binarias que reflejan restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero mantenimiento de cuentas en el exterior y tratamiento diferenciado de cuentas mantenidas por no residentes en 2007. Fxreg = indica el promedio de las variables binarias que reflejan restricciones sobre los préstamos locales en moneda extranjera del sector financiero, tratamiento diferenciado de los depósitos en cuenta en moneda extranjera y límites a la posición en moneda extranjera abierta, en 2007. Domreg = indica el promedio de reservas requeridas, restricciones sobre la concentración en sectores específicos, y coeficiente LTV en 2007.

Específicamente, nuestro primer índice, Fincont, comprende controles específicos para instituciones financieras sobre endeudamiento externo, mantenimiento de cuentas en el extranjero y tratamiento diferencial de las cuentas de depósito de no residentes. El segundo índice, Fxreg, incluye regulaciones sobre préstamos locales en moneda extranjera, compra de valores emitidos localmente denominados en moneda extranjera, tratamiento diferencial de cuentas de depósito en moneda extranjera y límites sobre posiciones cambiarias abiertas.³⁰ Finalmente, Domreg contiene información sobre medidas diseñadas para restringir el crédito interno, tales como el coeficiente préstamo a valor, requerimientos de reserva y límites sobre la concentración del crédito en sectores especí-

³⁰ Si los límites sobre posiciones cambiarias abiertas distinguen entre residentes y no residentes, constituirían un control de capital sobre el sector financiero. Sin embargo, los datos desagregados sobre límites de posiciones cambiarias abiertas de residentes versus no residentes son relativamente limitados y, cuando está información está disponible, sólo existe un puñado de casos donde existían límites sobre activos y pasivos de no residentes pero no de residentes.

cos. Cada índice es un promedio simple de los componentes incluidos, donde cada componente se refleja como una variable binaria donde 1 indica la existencia de una regulación y 0 indica que no hay.³¹

En general, las medidas construidas tienden a tener una correlación positiva con cada una de las otras, así como con la medida de control de controles de la cuenta de capital para toda la economía construida por Schindler (2009) (gráfica AI). Sin embargo, en general, la correlación tiende a ser más alta entre controles de capital (tanto para toda la economía en conjunto como sólo para el sector financiero) y regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera que entre estas medidas y el índice prudencial nacional. Una instantánea detallada previa a la crisis y transversal de las EME revela que la mayoría de los países tenían más de un conjunto de medidas establecido y que cerca de un tercio tenía medidas relacionadas con todas las categorías consideradas aquí –controles de capital, regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera y otras medidas prudenciales (gráfica AII).³² Todos los países, con dos excepciones (Bulgaria y Ecuador) tenían alguna forma de regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera establecidas y varios países (por ejemplo, Chile, Costa Rica, Corea e Israel) habían impuesto controles de capital sobre el sector financiero, pero no controles de capital para toda la economía.

2) Resultados de la estimación

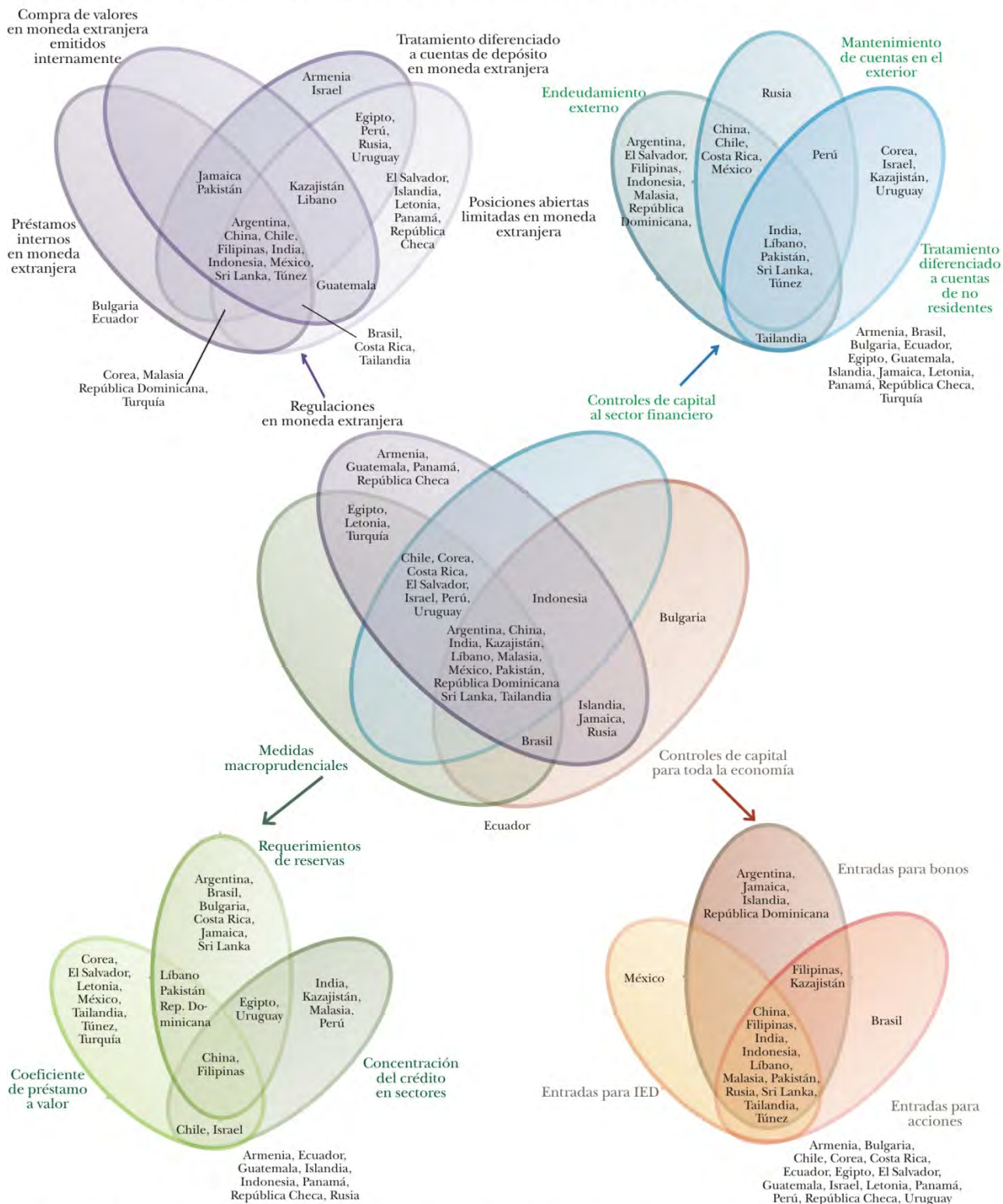
Composición de pasivos externos

Tras aplicar los índices prudenciales construidos junto con el índice de control de entradas de capitales de Schindler (2009), investigamos si la existencia de controles de capital y medidas prudenciales estaba asociada de alguna manera con la porción de pasivos de deuda –considerada

³¹ Para cada índice creamos dos versiones –una es una versión restringida con componentes seleccionados (indicada con el sufijo 1), y la otra una versión más integral que incluye todos los componentes (indicada con el sufijo 2). Entonces, por ejemplo, Domreg1 es el promedio de variables binarias que reflejan la existencia de límites de concentración de crédito en sectores específicos y requerimientos de reserva, mientras que Domreg2 además incluye el coeficiente préstamo a valor.

³² Sólo un país (Ecuador) –de las 34 EME sobre las cuales teníamos información de todas las medidas de política– no tenían ningún tipo de regulación establecida en 2007.

GRÁFICA A.II. COBERTURA DE MEDIDAS DE POLÍTICA POR PAÍS ANTES DE LA CRISIS, 2007^a



FUENTE: Estimaciones del personal del FMI, basadas en AREAR, Schindler (2009) y las oficinas país.

^a El universo comprende 34 países para los cuales los datos de todas las medidas están disponibles. Los países que no pertenecen a los óvalos son aquellos para los cuales las medidas de política relevantes no se habían puesto en práctica. En 2007, Bulgaria no tenía controles sobre entradas para compra de bonos, acciones e IED, pero si sobre entradas de crédito financiero. Para propósitos analíticos, solo los casos donde los requerimientos de reservas excedían el 10% se contabilizaron como que tenían requerimientos de reservas; los países de la muestra donde habían requerimientos de reservas en 2007, pero menores al 10% son: Armenia, Chile, Corea, Ecuador, El Salvador, India, Indonesia, Kazajistán, Letonia, Malasia, Panamá, Perú, Rusia y Turquía.

como la forma de pasivos más riesgosa; ver Ostry *et al.*, 2010– de los pasivos externos totales.³³ Los resultados transversales de la estructura de pasivos precrisis de las EME, reportados en las columnas (1) a la (13) en el cuadro A1, muestran que los coeficientes estimados tanto para los controles de capital como para las regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera son estadísticamente significativas tanto individualmente como en conjunto, indicando que las restricciones más graves en los países están asociadas con una porción menor de los pasivos de deuda. De los componentes individuales subyacentes a los índices, los controles sobre entradas de capital para la compra de bonos, el endeudamiento externo de los bancos y los préstamos locales en moneda extranjera, parecen tener la asociación más fuerte.³⁴ Los resultados obtenidos de los datos de panel (cuadro A1, columnas 14-26) refuerzan estos hallazgos y los países con controles de capital (tanto para toda la economía como específicos para el sector financiero) parecen tener una composición de pasivos externos más inclinada a alejarse de la deuda.³⁵

Auges de crédito

La evidencia transversal de la crisis reciente indica que los países con controles de capital aplicables a toda la economía y las regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera tienen un endeudamiento local en moneda extranjera más bajo (en relación con el PIB), aunque la asociación de este último domina cuando ambos son incluidos juntos y la medida integral de regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera (Fxreg2) se utiliza (cuadro A2, columnas 1-13). Entre los componentes indivi-

³³ Los datos de pasivos de deuda (la suma de la cartera de deuda más otra inversión) como porción de los pasivos externos totales se obtienen de una versión actualizada y más extensa del conjunto de datos de Lane y Milesi-Ferretti (2007).

³⁴ Los resultados de la estimación para los componentes individuales no se reportan aquí, pero están disponibles a solicitud.

³⁵ En las regresiones de panel, controlar por los efectos fijos del país captura el efecto de las medidas de política en vista de que estas últimas son variables de movimiento lento. Por lo tanto, en su lugar, estimamos un modelo conjunto para que controle los efectos específicos de región y grupos de ingresos para capturar los factores específicos a los países que no varían con el tiempo, e incluye los efectos de los años para controlar los choques comunes a todos los países a lo largo del tiempo.

duales del índice Fxreg2, las restricciones sobre préstamos locales en moneda extranjera y los límites sobre posiciones cambiarias abiertas estadísticamente tienen la asociación más fuerte con menores préstamos en moneda extranjera. De manera interesante, sin embargo, para el conjunto de datos de panel, encontramos que los índices tanto para controles de capital como para regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera retienen su importancia cuando se incluyen juntos –ofreciendo alguna evidencia de que se complementan entre sí (cuadro A2, columnas 14-26).

El cuadro A3 muestra los resultados de la asociación entre medidas prudenciales de política y un auge de crédito nacional –definido como el cambio en la relación de crédito privado a PIB. La evidencia de la crisis reciente (columnas 1-13) indica que tanto las regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera como otras medidas prudenciales están estrechamente relacionadas con auges crediticios más pequeños. Sin embargo, en el análisis de datos de panel, encontramos una fuerte asociación sólo con otras medidas prudenciales de política.³⁶

Resiliencia a la crisis

Los controles de capital que se aplican a toda la economía parecen estar asociados con mayor resiliencia al crecimiento durante una crisis. Las columnas (1) (13) en la cuadro A4 indican que los países que tenían controles sobre la entrada de capitales (en particular, entradas de capital para la compra de bonos) tuvieron un mejor desempeño en términos de una menor reducción del producto –medido como crecimiento promedio en 2008 y 2009 relativo al promedio histórico del país (crecimiento real del PIB, 2003-2007)– en la reciente crisis financiera.³⁷ Mientras

³⁶ El tamaño de la muestra se reduce drásticamente cuando se incluyen los índices para otras medidas prudenciales (Domreg1 y Domreg2), ya que los datos para estas medidas sólo están disponibles para dos años (2005 y 2007).

³⁷ Este hallazgo hace eco de los resultados reportados en Ostry *et al.* (2010), donde examinamos la asociación entre los controles de capital y resultados extremadamente negativos (definidos como el decil inferior de crecimiento del PIB durante la crisis relativo al promedio histórico del país). Cline (2010), quien no encuentra relación entre la apertura de la cuenta de capital y la disminución del producto durante la crisis, cuestiona tal relación existe (o si es impulsada por la experiencia de los países bálticos en la muestra de EME, la cual él considera no representativa). Cline, sin embargo, utiliza un índice compuesto de las restricciones a la cuenta de

que las regulaciones prudenciales relacionadas con moneda extranjera parecen tener algún efecto cuando se incluyen por sí solas, el efecto de los controles de capital tiende a dominar cuando ambos se incluyen juntos en la regresión (columna 11). Otras medidas prudenciales, en particular los límites sobre préstamos sectoriales y requerimientos de reservas, sin embargo, parecen complementar el efecto de las restricciones sobre la cuenta de capital, ya que ambas medidas retienen su significancia cuando se aplican juntas. La evidencia de episodios pasados de crisis apoya la asociación de los controles de capital con la resiliencia al crecimiento –específicamente, encontramos que los países con mayores restricciones a las cuentas de capital aplicadas a toda la economía se desempeñaron mejor que los otros cuando ocurrió una crisis.³⁸

Referencias

- Barajas, Adolfo, Giovanni Dell’Ariccia, y Andrei Levchenko (2007), *Credit Booms: the Good, the Bad, and the Ugly*, texto mimeografiado, FMI, Washington, noviembre.
- BCE (2010a), “Macro-Prudential Policy Objectives and Tools”, *Financial Stability Review*, BCE, Fráncfort, junio, pp. 129-137.
- BCE (2010b), “Addressing Risks Associated with

capital, que no hace distinción entre los controles de entrada y de salida de capitales, mientras que nuestro análisis, basado en el índice de Schindler, distingue explícitamente entre controles de entrada y de salida de capitales (entonces, por ejemplo, India y Turquía son similares en términos de sus restricciones a la cuenta de capital según la definición del índice de Quinn, pero difieren considerablemente con base en el índice de entrada de capitales de Schindler). Otra diferencia importante es que el análisis de Cline se basa en una muestra de tan solo 24 países EME, mientras que el nuestro cubre 41 EME, incluidos los países bálticos, cuya experiencia en la reciente crisis financiera nosotros creemos que ofrece lecciones importantes. Excluir los países bálticos de la muestra debilita el significado estadístico de la asociación entre los controles generales sobre las entradas de capital y la reducción del crecimiento, pero la asociación entre la reducción del crecimiento y los controles de capital sobre pasivos de deuda continúa siendo estadísticamente significativa.

³⁸ Las crisis pasadas son aquellas identificadas por la base de datos VEE en el período 1995-2008. La reducción del crecimiento para estas crisis se calcula como la diferencia entre la tasa de crecimiento real del PIB en el año de crisis y la tasa de crecimiento promedio de los últimos cinco años. Domreg1 y Domreg2 no están incluidas en las regresiones de datos de panel debido a la insuficiencia de observaciones.

- Foreign Currency Lending in EU Member States”, *Financial Stability Review*, BCE, Fráncfort, junio, pp. 161-170.
- Becker, Törbjörn I., Olivier Jeanne, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry, y Romain Ranciere (2007), *Country Insurance: The Role of Domestic Policies*, FMI, Washington (Occasional Paper, núm. 254).
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, y Ayhan Kose (2007), “Managing Large Capital Inflows”, cap. 3, *World Economic Outlook*, FMI, Washington, octubre, pp. 105-133.
- Clements, Benedict J., y Herman Kamil (2009), *Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia*, FMI, Washington (Working Paper, núm. 09/30).
- Cline, William R. (2010), *Financial Globalization, Economic Growth, and the Crisis of 2007-09*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Dell’Ariccia, Giovanni, Julian di Giovanni, André Faria, M. Ayhan Kose, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry, Martin Schindler, y Marco Terrones (2008), *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, FMI, Washington (Occasional Paper, núm. 264).
- Demirguc-Kunt, A., y E. Detragiache (2002), “Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, núm. 7, pp. 1373-406.
- FMI (2010), “Global Liquidity Expansion: Effects on ‘Receiving’ Economies and Policy Response Options”, en *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, cap. 4, FMI, abril.
- Forbes, Kristin (2007), “One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms”, *Journal of International Economics*, vol. 71, núm. 2, pp. 294-323.
- Harrison, Anne, Inessa Love, y Margaret McMillan (2004), “Global Capital Flows and Financing Constraints”, *Journal of Development Economics*, vol. 75, núm. 1, pp. 269-301.
- Hilbers, Paul, Inci Otker-Robe, Ceyla Pazarbasoglu, y Gudrun Johnsen (2005), *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*, FMI, Washington (Working Paper, núm. 05/151).
- Jankov, Ljubinko (2009), “Spillovers of the Crisis: How Different Is Croatia?”, en Oesterreichische Nationalbank (ed.), *Recent Developments in the Baltic Countries-What Are the Lessons for Southeastern Europe?*, Proceedings of OeNB

Cuadro A1

MEDIDAS DE POLÍTICA Y PASIVOS DE DEUDA

Crisis reciente ^a													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Kai	-12,009 ^c (3.852)							-8.286 ^c (4.134)	-3.670 (5.946)	-7.020 ^c (4.000)	-8.784 (5.884)	-13.693 ^c (4.055)	12.324 ^c (3.943)
Fincont1		-11.605 (5.367)						-6.980 (6.324)					
Fincont2			-16.047 ^d (6.092)						-13.300 (8.949)				
Fxreg1				-12.664 ^d (4.783)						-8.941 (5.713)			
Fxreg2					-13.645 (7.056)						-7.120 (10.054)		
Domreg1						-8.105 (7.285)						-7.308 (6.809)	
Domreg2							-13.391 (9.006)						-11.312 (8.830)
Observaciones	38	35	35	37	37	32	30	35	35	37	37	32	30
R ²	0.513	0.512	0.549	0.541	0.518	0.503	0.612	0.532	0.552	0.555	0.536	0.580	0.679
Datos de panel (1995-2008) ^b													
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
Kai	-10.904 ^c (2.132)							-10.075 ^c (2.631)	-4.665 (2.904)	-9.009 ^c (2.529)	-10.358 ^c (2.772)	-5.078 (5.892)	-2.385 (6.135)
Fincont1		-4.820 ^d (1.960)						0.111 (2.547)					
Fincont2			-10.670 ^c (2.049)						-10.257 ^c (2.868)				
Fxreg1				-3.726 ^d (1.646)						-4.489 ^d (2.140)			
Fxreg2					-5.569 ^c (2.077)						-3.737 (2.907)		
Domreg1						-7.301 (6.495)						-6.813 (6.655)	
Domreg2							-5.663 (7.367)						-9.209 (8.372)
Observaciones	476	502	499	541	507	79	75	409	406	446	427	67	63
R ²	0.278	0.281	0.303	0.269	0.274	0.189	0.170	0.259	0.275	0.264	0.272	0.169	0.204

FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

NOTAS: ^a La variable dependiente es la participación de los pasivos de deuda en el total de pasivos en 2007 (en porcentajes). Kai, Fincontrol y Fxreg son promedios de 2000-2005. Domreg pertenece a las medidas de 2005. La constante y un índice compuesto de vulnerabilidad externa están incluidos como un control en las todas las regresiones. Los errores estándar están entre paréntesis. ^b La variable dependiente es la participación de los pasivos de deuda en el total de pasivos (en porcentajes). Kai, Fincontrol, Fxreg y Domreg están rezagadas en un año. Domreg está disponible sólo para 2005 y 2007. La constante, una región específica, un grupo de ingresos específico y efectos temporales están incluidos en todas las regresiones. Un índice compuesto de vulnerabilidad externa e interna incluido como un control en todas las regresiones. Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis. ^c, ^d y ^e Indican significancia al 1%, 5% y 10% respectivamente. Kai es el índice de controles sobre flujos de capital de Schindler. Fincont1 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero, y el tratamiento diferenciado hacia las cuentas de no residentes. Fincont2 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero, el mantenimiento de cuentas en el exterior, y tratamiento diferenciado hacia las cuentas de no residentes. Fxreg1 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre los préstamos del sector financiero otorgados internamente en divisas, y el tratamiento diferenciado de cuentas de depósito en divisas. Fxreg2 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre los préstamos del sector financiero otorgados internamente en divisas, la compra de valores emitidos internamente en divisas, el tratamiento diferenciado de cuentas de depósito en divisas, y la posición abierta en divisas. Domreg1 es el promedio de reservas requeridas y restricciones a la concentración en sectores. Domreg2 es el promedio de reservas requeridas, restricciones a la concentración en sectores, y coeficientes de préstamos a valor.

Cuadro A2

MEDIDAS DE POLÍTICA Y PRÉSTAMOS EN MONEDA EXTRANJERA

<i>Crisis reciente</i> ^a													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Kai	-28.891 ^c (9.314)							-26.538 ^d (10.763)	-27.831 ^d (11.110)	-26.986 ^d (11.898)	-18.266 ^c (10.188)	-14.527 ^d (6.980)	-14.771 ^d (6.819)
Fincont1		-11.275 (7.307)						-1.956 (8.544)					
Fincont2			-15.117 ^c (7.582)						1.942 (7.325)				
Fxreg1				-15.956 ^d (6.701)						-2.587 (8.089)			
Fxreg2					-30.074 ^c (7.462)						-17.476 ^d (8.282)		
Domreg1						-3.629 (7.482)						-4.596 (7.703)	
Domreg2							-2.373 (6.178)						-4.035 (6.454)
Observaciones	31	28	28	31	31	27	26	28	28	30	30	26	25
R ²	0.467	0.321	0.338	0.336	0.457	0.223	0.290	0.502	0.502	0.470	0.513	0.369	0.451
<i>Datos de panel (1995-2008)</i> ^b													
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
Kai	-13.755 ^c (1.793)							-12.576 ^c (2.078)	-10.701 ^c (2.082)	-11.494 ^c (2.055)	-9.868 ^c (2.175)	-11.528 ^d (5.658)	-11.697 ^c (6.008)
Fincont1		-0.700 (2.665)						-3.725 (3.509)					
Fincont2			-6.999 ^c (2.289)						-7.115 ^d (3.366)				
Fxreg1				-7.625 ^c (1.668)						-4.504 ^c (2.308)			
Fxreg2					-13.732 ^c (2.409)						-9.246 ^c (3.024)		
Domreg1						5.608 (5.538)						-5.239 (6.014)	
Domreg2							5.187 (4.244)						-7.923 (10.483)
Observaciones	259	280	279	309	301	61	61	223	222	252	251	49	49
R ²	0.440	0.414	0.426	0.390	0.412	0.459	0.456	0.500	0.509	0.449	0.456	0.494	0.494

FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

NOTAS: ^a La variable dependiente es el crédito en divisas con respecto al PIB en 2007. Kai, Fincontrol y Fxreg son promedios de 2003-2005. Domreg pertenece a las medidas de 2005. La constante y una variable ficticia igual a uno si el país tiene un régimen de tipo de cambio fijo de facto en 2007 y cero en otro caso, y el crédito privado a PIB en 2005 se incluye como una condición inicial en todas las regresiones. Los errores estándar robustos están entre paréntesis. ^b La variable dependiente es el crédito en divisas con respecto al PIB. Kai, Fincontrol, Fxreg y Domreg están rezagadas en un año. Domreg está disponible sólo para 2005 y 2007. La constante, una variable ficticia igual a uno si el país tiene un régimen de tipo de cambio fijo de facto, una región específica, un grupo de ingresos específico, y efectos temporales están incluidos en todas las regresiones. Se incluye el crédito privado a PIB rezagado como una condición inicial en todas las regresiones. Los errores estándar robustos están entre paréntesis. ^c, ^d y ^e Indican significancia al 1%, 5% y 10% respectivamente. Kai es el índice de controles sobre flujos de capital de Schindler. Fincont1 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero, y el tratamiento diferenciado hacia las cuentas de no residentes. Fincont2 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero, el mantenimiento de cuentas en el exterior, y tratamiento diferenciado hacia las cuentas de no residentes. Fxreg1 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre los préstamos del sector financiero otorgados internamente en divisas, y el tratamiento diferenciado de cuentas de depósito en divisas. Fxreg2 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre los préstamos del sector financiero otorgados internamente en divisas, la compra de valores emitidos internamente en divisas, el tratamiento diferenciado de cuentas de depósito en divisas, y la posición abierta en divisas. Domreg1 es el promedio de reservas requeridas y restricciones a la concentración en sectores. Domreg2 es el promedio de reservas requeridas, restricciones a la concentración en sectores, y coeficientes de préstamos a valor.

Cuadro A3

MEDIDAS DE POLÍTICA Y AUGES DE CRÉDITO INTERNOS

<i>Crisis reciente</i> ^a													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Kai	-13.084 (15.259)							-13.958 (15.492)	-18.480 (16.657)	-6.524 (12.713)	-1.619 (17.073)	-13.392 (17.202)	-10.972 (16.684)
Fincont1		-15.235 (11.272)						-8.339 (10.949)					
Fincont2			-13.841 (14.187)						-0.425 (14.605)				
Fxreg1				-24.167 ^c (13.119)						-27.752 ^d (11.968)			
Fxreg2					-23.072 (14.070)						-24.381 ^c (13.419)		
Domreg1						-31.612 ^d (14.747)						-31.421 (14.834)	
Domreg2							-43.425 ^c (22.843)						-42.076 ^c (20.941)
Observaciones	41	37	37	40	40	34	32	37	37	40	40	33	31
R ²	0.042	0.083	0.067	0.140	0.080	0.148	0.183	0.105	0.096	0.144	0.080	0.176	0.202
<i>Datos de panel (1995-2008)</i> ^b													
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
Kai	-0.770 (0.912)							0.371 (1.064)	0.000 (1.180)	-0.126 (1.081)	-1.235 (1.045)	-3.056 (2.319)	-2.939 (2.614)
Fincont1		-1.280 ^c (0.746)						-1.669 (1.085)					
Fincont2			-0.397 (0.871)						-0.468 (1.387)				
Fxreg1				-0.614 (0.745)						-0.351 (0.924)			
Fxreg2					-0.132 (1.181)						1.482 (1.474)		
Domreg1						-3.263 (3.262)						-3.049 (3.474)	
Domreg2							-9.424 ^c (5.530)						-11.501 ^c (6.445)
Observaciones	443	463	460	502	471	66	62	379	376	416	398	56	52
R ²	0.160	0.198	0.195	0.149	0.152	0.507	0.551	0.206	0.203	0.162	0.169	0.528	0.593

FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

NOTAS: ^a La variable dependiente es el crédito en divisas con respecto al PIB en 2003-2007. Kai, Fincontrol y Fxreg son promedios de 2000-2002. Domreg1 y Domreg2 pertenecen a las medidas de 2005. Todas las regresiones incluyen una constante y el crédito privado a PIB en 2003 para capturar las condiciones iniciales. Los errores estándar robustos están entre paréntesis. ^b La variable dependiente es el cambio anual en el crédito privado a PIB. Kai, Fincontrol, Fxreg y Domreg están rezagadas en un año. Domreg está disponible sólo para 2005 y 2007. Todas las regresiones incluyen una constante, una región específica, un grupo de ingresos específico, y efectos temporales, y el crédito privado a PIB rezagado como una condición inicial en todas las regresiones. Los errores estándar robustos están entre paréntesis. ^c, ^d y ^e Indican significancia al 1%, 5% y 10% respectivamente. Kai es el índice de controles sobre flujos de capital de Schindler. Fincont1 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero, y el tratamiento diferenciado hacia las cuentas de no residentes. Fincont2 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero, el mantenimiento de cuentas en el exterior, y tratamiento diferenciado hacia las cuentas de no residentes. Fxreg1 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre los préstamos del sector financiero otorgados internamente en divisas, y el tratamiento diferenciado de cuentas de depósito en divisas. Fxreg2 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre los préstamos del sector financiero otorgados internamente en divisas, la compra de valores emitidos internamente en divisas, el tratamiento diferenciado de cuentas de depósito en divisas, y la posición abierta en divisas. Domreg1 es el promedio de reservas requeridas y restricciones a la concentración en sectores. Domreg2 es el promedio de reservas requeridas, restricciones a la concentración en sectores, y coeficientes de préstamos a valor.

Cuadro A4

MEDIDAS DE POLÍTICA Y RESILIENCIA DE LA CRISIS

<i>Crisis reciente</i> ^a													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Kai	5.543 ^d (2.187)							6.207 ^c (2.263)	7.336 ^c (2.529)	2.815 (2.586)	5.733 ^e (3.185)	4.152 ^c (2.245)	3.975 (2.583)
Fincont1		0.760 (3.072)						-2.568 (2.969)					
Fincont2			1.604 (2.933)						-3.964 (3.311)				
Fxreg1				5.457 ^d (2.043)						3.854 (2.304)			
Fxreg2					4.716 ^e (2.656)						-0.214 (3.149)		
Domreg1						4.928 ^e (2.591)						4.782 ^c (2.538)	
Domreg2							3.630 (2.187)						3.010 (2.312)
Observaciones	41	37	37	40	40	34	32	37	37	40	40	34	32
R ²	0.24	0.18	0.19	0.27	0.18	0.16	0.08	0.29	0.30	0.29	0.24	0.26	0.172
<i>Crisis pasadas (1995-2008)</i> ^b													
	14	15	16	17	18	19	20	21	22				
Kai	5.248 ^c (1.860)					5.947 ^d (2.122)	6.744 ^c (1.848)	5.248 ^d (2.061)	6.432 ^c (1.995)				
Fincont1		-1.501 (2.057)				-1.629 (1.857)							
Fincont2			-0.838 (2.817)				-3.262 (2.700)						
Fxreg1				-0.321 (2.164)				-0.170 (2.325)					
Fxreg2					1.493 (3.019)				-2.852 (3.681)				
Domreg1													
Domreg2													
Observaciones	31	32	32	33	32	28	28	29	28				
R ²	0.45	0.32	0.31	0.31	0.32	0.49	0.50	0.45	0.48				

FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

NOTAS: ^a La variable dependiente es la diferencia entre las tasas de crecimiento del PIB real promedio de 2008 y 2009, y 2003-2007. Kai, Fincontrol y Fxreg son promedios de 2000-2002. Domreg1 y Domreg2 pertenecen a las medidas de 2005. ^b La variable dependiente es la diferencia entre las tasas de crecimiento del PIB real en el año de crisis y el promedio de los últimos cinco años. Kai, Fincontrol y Fxreg están rezagadas en un año. Todas las regresiones incluyen una constante y variables de control (crecimiento en los socios comerciales y mejoría de los términos de intercambio). Los errores estándar robustos están entre paréntesis. ^c, ^d y ^e Indican significancia al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Kai es el índice de controles sobre flujos de capital de Schindler. Fincont1 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero, y el tratamiento diferenciado hacia las cuentas de no residentes. Fincont2 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre el endeudamiento externo del sector financiero, el mantenimiento de cuentas en el exterior, y tratamiento diferenciado hacia las cuentas de no residentes. Fxreg1 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre los préstamos del sector financiero otorgados internamente en divisas, y el tratamiento diferenciado de cuentas de depósito en divisas. Fxreg2 es el promedio de las variables binarias que reflejan las restricciones sobre los préstamos del sector financiero otorgados internamente en divisas, la compra de valores emitidos internamente en divisas, el tratamiento diferenciado de cuentas de depósito en divisas, y la posición abierta en divisas. Domreg1 es el promedio de reservas requeridas y restricciones a la concentración en sectores. Domreg2 es el promedio de reservas requeridas, restricciones a la concentración en sectores, y coeficientes de préstamos a valor.

- Workshops, Vienna marzo (Workshops, núm. 15, pp. 126-134).
- Kaminsky, G. L., y C. M. Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89, núm. 3, pp. 473-500.
- Korinek, A. (2010), *Regulating Capital Flows to Emerging Markets: An Externality View*, texto mimeografiado, University of Maryland, College Park, mayo.
- Lane, P., y G. M. Milesi-Ferretti (2007), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, vol. 73, núm. 2, pp. 223-250.
- Lee, Jaewoo, G. M. Milesi-Ferretti, Jonathan D. Ostry, Alessandro Prati, y Luca A. Ricci (2008), *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, FMI, Washington (Occasional Paper, núm. 261).
- Lipschitz, Leslie J., Timothy Lane, y Alex Mourmouras (2005), "Real Convergence, Capital Flows, and Monetary Policy: Notes on the European Transition Countries", en Susan Schadler (ed.), *Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges*, FMI, Washington.
- Magud, Nicolas, Carmen Reinhart, y Kenneth Rogoff (2006), *Capital Controls: Myth and Reality: A Portfolio Balance Approach to Capital Controls*, texto mimeografiado, Harvard University, Cambridge, Massachusetts.
- Mendoza, E., y M. Terrones (2008), *An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data*, FMI, Washington (Working Paper, núm. 08/226).
- OCDE (2009), *Code of Liberalization of Capital Movements*, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, París.
- Ostry, Jonathan D., Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, y Dennis B. S. Reinhardt (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, FMI, Washington (Staff Position Note, núm. 10/04); versión en español "Entradas de capital: el papel de los controles", *Boletín del CEMLA*, vol. LVI, núm. 1, enero-marzo, pp. 38-57.
- Ranciere, Romain, Aaron Tornell, y Athanasio Vamvakidis (2010), "Currency Mismatch and Systemic Risk in Eastern Europe", *Economic Policy*, vol. 25, núm. 64, pp. 597-658.
- Rosenberg, C., y M. Tirpak (2008), *Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU*, FMI, Washington (Working Paper, núm. 08/173).
- Schindler, M. (2009), "Measuring Financial Integration: A New Data Set", *FMI Staff Papers*, vol. 56, núm. 1, pp. 222-238.
- Schuknecht, L. (1999), "A Trade Policy Perspective on Capital Controls", *Finance and Development*, vol. 36, núm. 1, marzo.
- Shin, H. S. (2010), *Non-Core Liabilities Tax As a Tool for Prudential Regulation*, texto mimeografiado, Princeton University, Princeton, New Jersey, 19 de febrero.
- Weitzman, Martin (1974), "Prices versus Quantities", *Review of Economic Studies*, vol. 41, núm. 4, pp. 477-491.

Actividades del CEMLA durante junio-agosto del 2011

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
III Curso sobre Instrumentos Financieros y Normas Internacionales de Información Financiera	Banco de España y Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas Madrid, 6 – 10 de junio
Instrumentos Derivados y Productos Estructurados	México D. F., 20 – 24 de junio
Cuentas Institucionales y Balanza de Pagos	Banco Central del Uruguay Montevideo, 27 de junio – 8 de julio
Sistema Financiero y Banca Central	México D. F., 18 – 22 julio
Gestión de Proyectos para la Implementación o el Desarrollo de Oficinas de Gestión de Proyectos	Banco Central do Brasil Curitiba, 10 – 12 de agosto
Fundamentos Cuantitativos para la Valoración Financiera y la Medición de Riesgos	Banco Central del Paraguay Asunción, 22 – 26 de agosto
<i>Seminario</i>	
Basilea III y Políticas Macropрудenciales	Financial Stability Institute México D. F., 7 – 9 de junio
Marco Legal y Regulatorio del Mercado de Remesas	FOMIN (miembro del Grupo BID) y Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 9 – 10 de junio

Taller para Banca Central Políticas Macroprudenciales: Marcos, Experiencias y Problemáticas

Banco Central de la República Argentina y Bank for International Settlements
Buenos Aires, 13 – 14 de junio

Strategic Planning at Central Banks in a Changing Environment

Central Bank of Trinidad and Tobago
Port of Spain, 16 – 17 de junio

Central de Balances y XBRL

Banco Central de la República Argentina, Banco Central del Uruguay y Banco de España
Montevideo, 21 – 23 de junio

Economía Informal

Banco Central de Venezuela
Caracas, 4 – 5 de agosto

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXXIV, núm. 2, abril-junio

Rocío Elizondo

Eduardo Morales-Ramos

José Gonzalo Rangel

125 Inflación, crecimiento y bienestar social

Diego Gianelli

197 El traspaso de tasas de interés en el sistema bancario uruguayo

Lawrence Christiano

Cosmin Ilut

Roberto Motto

Massimo Rostagno

257 Política monetaria y auges del mercado bursátil

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco Central de Reserva de El Salvador
Centrale Bank van Aruba	Banco de Guatemala
Central Bank of the Bahamas	Bank of Guyana
Central Bank of Barbados	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Belize	Banco Central de Honduras
Banco Central de Bolivia	Bank of Jamaica
Banco Central do Brasil	Banco de México
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Centrale Bank van Curaçao en Sint Maarten	Banco Central del Uruguay
Banco Central del Ecuador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	De Nederlandsche Bank (Países Bajos)
Bank of Canada	Bangko Sentral ng Pilipinas
Banco de España	Banco de Portugal
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Sveriges Riksbank (Suecia)
Banque de France	Swiss National Bank
Banca d'Italia	European Central Bank

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Latinoamericano de Comercio Exterior, S. A.
Superintendencia de Bancos (Guatemala)	Corporación Andina de Fomento
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisen- verband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas
Superintendencia de Bancos (República Dominicana)	

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

